

Derisking et financement du développement

Pierre JACQUET



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

Abstract

Le mot d'ordre « *from billions to trillions* » invitant à mobiliser des milliers de milliards de dollars de capitaux privés pour le développement durable, inspire les politiques de *derisking* des banques de développement. Son échec quantitatif n'est pas celui du *derisking*, concept potentiellement porteur d'une nouvelle forme de partenariat-public privé, exigeante mais prometteuse. Ce papier passe en revue la raison d'être du *derisking*, ses fondements historiques et théoriques, son rôle pour rapprocher rendement privé et rendement sociétal, et les conditions qui peuvent en permettre l'efficacité.

Remerciements : L'auteur remercie Matthieu Boussichas, Bruno Cabrillac, Vianney Dequiedt, Jean-Michel Severino pour leur lecture attentive et leurs commentaires dont ce texte a grandement bénéficié. Les insuffisances et erreurs éventuelles restent de sa seule responsabilité.

Table des matières

Résumé et principaux messages.....	2
Introduction.....	7
1. Mobilisation du secteur privé : les arguments quantitatifs	8
1.1. Un écart grandissant entre les besoins et les financements disponibles	8
1.2. Des trillions disponibles mais mal répartis	10
2. Secteur privé et financement du développement : retour historique	11
2.1. 1950-1980 : division du travail public-privé	13
2.2. 1980-1990 : le tournant néo-libéral	14
2.3. Années 2000 : Le secteur privé partenaire du développement durable	15
3. Concepts et Fondements théoriques	18
3.1. Rendements privés et rendements sociaux	18
3.2. Mobilisation par transfert d'épargne.....	22
3.3. Mobilisation par catalyse	24
3.4. Mobilisation par réduction ciblée des risques et barrières à l'investissement	25
3.5. Promotion des investissements à impact	28
4. Le derisking : définition et instruments	30
4.1. Le derisking comme forme d'intermédiation ciblée.....	30
4.2. Typologie des instruments de derisking.....	32
4.3. Garanties	34
4.4. Autres instruments	36
4.5. Efficacité comparée des instruments.....	37
5. Bilan quantitatif	38
5.1. Un bilan quantitatif décevant	38
6. Les limites de l'idée.....	41
6.1. Faible plausibilité macroéconomique	41
6.2. Des pipelines de projets insuffisamment nourris	42
6.3. Des coûts de transaction élevés	42
6.4. Des obstacles internes	42
6.5. Une culture du risque et de l'impact à mettre en place.....	44
7. Un potentiel réel, à développer et maîtriser.....	44
7.1. La mobilisation, cela marche	45
7.2. Un nouveau paradigme public/privé.....	45
8. Conclusion	47
Références bibliographiques	49

Résumé et principaux messages

L'approche par les besoins, consistant à estimer les volumes de financement nécessaires pour atteindre les objectifs de développement durable (ODD), conduit, surtout dans un environnement caractérisé par des contraintes budgétaires aiguës, à la constatation d'un écart considérable et croissant entre financements nécessaires et financements disponibles. Cet écart ne peut être comblé qu'en mobilisant davantage de financements privés et en les orientant suffisamment vers les pays en développement, y compris les plus pauvres d'entre eux. Cette approche a conduit à une nouvelle étape dans la répartition attendue des rôles entre secteur public et secteur privé pour le financement du développement. Les financements publics du développement sont désormais conçus moins comme un substitut ou un complément au capital privé que comme un levier destiné à le mobiliser.

Ce papier considère le *derisking* comme une forme d'intermédiation reposant sur l'utilisation de fonds publics pour amener le secteur privé à produire des rendements sociaux. Il repose sur une gamme d'instruments de protection directe contre des risques identifiés, de structuration financière pour hiérarchiser et répartir les risques, et de standardisation pour en certifier la nature. De nombreuses opérations de *derisking* ont été menées, avec des résultats quantitatifs et qualitatifs prometteurs au niveau microéconomique. Ce papier en retrace les fondements historiques et théoriques, en décrit les instruments et en discute les résultats et les limites. Six principaux messages émergent de cette analyse.

1. L'échec quantitatif du mot d'ordre « *from billions to trillions* » n'est pas celui du *derisking*

Les résultats quantitatifs de deux décennies de *derisking* sont bien en deçà des ambitions affichées. Les banques de développement multilatérales mobilisent moins de trente centimes de capital privé pour chaque dollar public investi dans le climat. Les flux d'investissement direct étranger vers les pays en développement, loin d'avoir progressé, se sont plutôt tassés depuis les années 2010. Ces flux restent en outre concentrés sur quelques pays émergents, laissant les pays à faible revenu, les pays fragiles, et l'Afrique subsaharienne largement à l'écart. Mais cet échec n'est pas celui du concept de *derisking* : c'est plutôt celui de la fixation d'objectifs volumétriques irréalistes à des fins de communication politique. L'idée que des milliers de milliards de dollars d'épargne privée puissent être réorientés vers les pays en développement par des opérations de *derisking* est incongrue sur le plan macroéconomique : les stocks d'actifs financiers existants — plus de

460 000 milliards de dollars en 2023 — sont pour l'essentiel des créances déjà allouées, non des flux disponibles pour réallocation. Un afflux de plusieurs trillions supplémentaires vers les pays en développement pose des problèmes d'absorption sérieux et provoquerait des retombées macroéconomiques considérables — sur l'inflation, les taux de change, les équilibres budgétaires — que l'ambition quantitative ignore. Séparer l'évaluation du *derisking* de celle du mot d'ordre qui l'a popularisé est la condition préalable à une appréciation lucide de son potentiel.

2. La pertinence du *derisking* repose sur l'impact sociétal qu'il peut générer

Sur un plan théorique, l'utilisation de fonds publics pour mobiliser le secteur privé se justifie dès lors (1) que le rendement sociétal (social et environnemental) d'un investissement dépasse son rendement privé, (2) que ce dernier est insuffisant pour déclencher une décision d'investissement privé, et (3) qu'il n'existe pas d'usage alternatif plus efficace des fonds publics. C'est ce cadre qui distingue le *derisking* bien conçu — un achat, par la collectivité, d'un impact sociétal que le marché ne produirait pas seul — d'une simple subvention au capital privé. L'effet de levier sur l'investissement privé est donc un critère incomplet pour juger la réussite. Il est essentiel de considérer l'ampleur des impacts sociaux et environnementaux générés au regard du coût pour le contribuable. Les ODD, adoptés à l'unanimité par l'Assemblée générale des Nations Unies, fournissent à cet égard un cadre prescriptif et statistique permettant de mieux appréhender et suivre les objectifs économiques et sociétaux visés. Des efforts importants restent cependant nécessaires pour formaliser et standardiser la définition et la mesure de ces impacts, opération par opération.

3. Le *derisking* s'interprète comme une nouvelle forme ambitieuse de partenariat public-privé

Au-delà de la correction des défaillances de marché, le *derisking* peut être lu comme une nouvelle phase dans la compréhension des rôles respectifs de l'État et du secteur privé. Il s'agit de passer d'une logique de division du travail — typique d'un capitalisme libéral dans lequel le secteur public se borne à créer les conditions du dynamisme privé — à une logique partenariale qui reconnaît que tout investissement, privé ou public, produit un impact économique et sociétal, et qui construit la relation public/privé pour maximiser le rendement sociétal de leur combinaison. Cette reformulation est renforcée par la montée en puissance des biens publics mondiaux — climat, biodiversité, santé — et par les préoccupations croissantes autour des inégalités et de la répartition des fruits de la croissance. Elle s'inscrit aussi dans une lecture du rôle de la puissance publique pour orienter l'allocation de l'épargne privée vers de nouveaux marchés dans leur phase de

développement avant qu'ils ne deviennent rentables — les énergies renouvelables en fournissent un exemple. Cette vision partenariale n'est pas sans risque, car une pratique mal informée du *derisking* pourrait conduire à subordonner la définition et la poursuite des objectifs sociétaux aux intérêts des investisseurs privés. Le *derisking* requiert donc des capacités d'analyse indépendantes des risques et impacts, et une attention vigilante aux contreparties à exiger dans tout partenariat. Promouvoir le *derisking* impose aussi de promouvoir cette vigilance et les qualités analytiques qui la fondent.

4. Le *derisking* exige une analyse fine des risques et obstacles, et une ingénierie financière rigoureuse

Le *derisking* ne se réduit pas à un catalogue d'instruments financiers : c'est aussi un ensemble de méthodes pour analyser précisément des risques et obstacles qui écartent les décisions privées de la poursuite du meilleur rendement social, et ensuite choisir et combiner des instruments adaptés pour les atténuer. Ces risques sont multiples et hétérogènes dans les pays en développement : risques politiques et institutionnels, risques macroéconomiques, risques de marché et de liquidité, risques légaux, risques opérationnels, risques environnementaux et sociaux — auxquels s'ajoutent depuis 2025 des risques géopolitiques d'une nature nouvelle, liés au désordre commercial international, à la guerre entre la Russie et l'Ukraine et au Moyen-Orient et au retrait américain du multilatéralisme. Trois grandes catégories d'instruments, qui peuvent se combiner, permettent d'atténuer ces risques : les instruments directs de protection contre le risque (garanties, assurances contre le risque politique, couverture de change) ; les approches de structuration financière (tranches subordonnées, rehaussement de crédit, blended finance) ; et les opérations de standardisation et de titrisation (infrastructures comme classe d'actifs, obligations vertes, titrisation synthétique de portefeuilles). Le choix entre ces instruments et leur combinaison dépend de la nature précise du problème à traiter, ce qui requiert des compétences analytiques et une ingénierie financière que les institutions de financement du développement doivent encore renforcer. Les exemples de *Room2Run* — première titrisation synthétique de portefeuille entre la Banque africaine de développement et des investisseurs privés — et du fonds *ILX* — permettant à des fonds de pension institutionnels de co-investir dans des prêts de banques multilatérales — illustrent à la fois le potentiel de ces approches et leur coût en temps et en ressources qualifiées (quatre ans pour monter *Room2Run*, cinq ans pour lancer *ILX*). La progression du *derisking* nécessite donc davantage de coopération entre banques de développement multilatérales et bilatérales, un meilleur alignement des incitations internes au sein de ces institutions, et un effort de standardisation des montages permettant de réduire les coûts de transaction.

5. Les garanties sont les instruments les plus efficaces, mais restent structurellement sous-utilisées

Parmi les instruments disponibles, les garanties occupent une place à part : bien qu'elles ne représentent qu'environ 5 % des opérations des banques multilatérales de développement, elles concentrent 45 % de leur mobilisation totale de ressources privées, ce qui témoigne de leur efficacité relative par rapport aux autres instruments. Pourtant, elles restent systématiquement sous-utilisées. Plusieurs raisons l'expliquent : la comptabilisation statistique de l'aide publique au développement les a longtemps défavorisées par rapport aux instruments plus traditionnels ; les règles de provisionnement, calquées sur celui des prêts alors que les taux de sinistres sont historiquement bien inférieurs, immobilisent inutilement du capital ; enfin, les structures d'incitation internes aux banques de développement ne favorisent pas les montages sur mesure, plus exigeants en temps et en compétences que les prêts classiques. Comprendre précisément ces obstacles et lever les freins réglementaires et institutionnels qui pèsent sur le recours aux garanties constitue l'un des leviers les plus prometteurs pour améliorer l'efficacité du *derisking*.

6. La réduction du coût du capital dans les pays en développement est une priorité

L'une des raisons les plus profondes pour lesquelles l'investissement privé international se détourne des pays en développement — et en particulier des pays à faible revenu et de l'Afrique subsaharienne — tient au coût du capital, structurellement plus élevé dans ces géographies. Les primes de risque sur les capitaux propres y sont sensiblement supérieures à celles observées dans les pays développés, souvent de façon disproportionnée par rapport aux risques réels mesurés ex post. Ce différentiel constitue un piège du sous-développement : il renchérit le financement de tout investissement, pénalise particulièrement les secteurs capitalistiques comme les énergies renouvelables, et freine toute dynamique d'accumulation. Une partie de ce différentiel relève d'un écart entre risque perçu et risque réel, plusieurs travaux suggérant en effet que les investisseurs surestiment structurellement les risques associés aux pays en développement, par méconnaissance des géographies ou par asymétrie d'information. Le *derisking* — qu'il passe par des garanties réduisant le risque perçu, par une meilleure information sur les performances réelles des marchés, par la mise en commun de l'expertise analytique des banques de développement via des véhicules comme le fonds ILX, ou par la standardisation d'actifs permettant une diversification du risque — est précisément l'un des outils les mieux adaptés pour agir sur ce différentiel. C'est là que son potentiel est le plus grand, et que les efforts devraient en priorité se concentrer.

Le *derisking*, reformulé comme une ingénierie d'intermédiation financière au service d'impacts sociaux et environnementaux clairement définis, apparaît comme une approche prometteuse et intellectuellement cohérente. Cette approche implique un examen critique constant des impacts sociaux et environnementaux et de l'intégrité de la mise en pratique. Elle mérite d'être poursuivie et approfondie, même si le contexte géopolitique actuel en rend la réalisation plus difficile. C'est une approche concrète, au niveaux de projets, susceptible de favoriser des démarches coopératives même dans ce contexte troublé et de donner du sens à une effervescence financière qui continue à ne pas répondre de façon satisfaisante aux principaux besoins collectifs.

Introduction

Le mot « *derisking* », concept à la mode¹, a pu être employé pour caractériser plusieurs approches de natures différentes. Il traduit, par exemple, la stratégie d'institutions financières cessant ou réduisant des relations d'affaires avec des clients pour éviter (plutôt que gérer) le risque. Plus précisément, le terme « *de-risking* »² est employé par le département du Trésor aux Etats-Unis pour désigner le choix fait par des institutions financières, dans un contexte marqué par la rigueur des réglementations anti-blanchiment et anti-terroristes, de mettre fin à leurs relations avec des catégories entières de clients au lieu d'adopter une gestion de risques ciblée pour chaque client (The Department of the Treasury 2023). Ou encore, depuis la pandémie et la guerre en Ukraine, le terme reflète la gestion des chaînes d'approvisionnement en les diversifiant pour les organiser sur plusieurs géographies et entreprises. L'OCDE (OECD 2025) met en garde contre les conséquences très sérieuses pour les pays en développement du « *de-risking* » pratiqué par les institutions financières, notant que le nombre de correspondants bancaires en activité a chuté de 20% entre 2011 et 2022, et que le coût des transferts des migrants, la principale source de financement international pour de nombreux pays en développement, peut en pâtir. Pour lutter contre ce « *de-risking* », il faut aider les pays à renforcer leurs standards financiers et leur réputation, à lutter contre la criminalité financière, à attirer les capitaux privés et développer l'accès des individus et entreprises aux services financiers.

Dans ce papier, nous retenons une approche développementale du « *derisking* », c'est-à-dire l'intérêt et les différentes possibilités pour les bailleurs de fonds bilatéraux et multilatéraux d'atténuer le risque pour les investisseurs privés afin de les inciter à consacrer davantage de financements pour le développement durable. Cette approche n'est pas spécifique au financement du développement. On la retrouve aussi dans la problématique du financement de la transition énergétique et climatique (ou plus globalement écologique) dans les pays développés³. C'est d'ailleurs pour poursuivre les objectifs de développement durable (ODD) que le thème de la mobilisation des capitaux privés et du « *derisking* » est devenu le nouveau mot d'ordre du financement du développement.

Pourquoi utiliser ce néologisme de « *derisking* » directement repris de l'anglais ? Plusieurs traductions françaises sont possibles, comme « réduction du risque », ou « atténuation du risque ». Mais ni le terme original anglais, ni les traductions possibles, ne rendent compte du contenu du concept qu'ils sont censés représenter. Nous en préciserons le périmètre plus

¹ Le Financial Times l'a retenu comme mot de l'année 2023 (Foroohar 2024)

² Orthographié généralement avec un tiret, ce qui le distingue du *derisking* objet de ce papier.

³ C'est par exemple l'une des approches recommandées par le rapport Draghi pour financer la transition écologique dans l'Union européenne (Draghi 2024)

tard dans ce papier, mais il est clair qu'il ne se ramène pas à la réduction des risques, qu'il concerne aussi le couple risque/rendement et d'autres interventions qui pourront jouer sur la perception du risque sans nécessairement affecter l'allocation du risque réel. Nous proposons donc faute de mieux de considérer que ce concept, popularisé dans la littérature anglosaxonne, est représenté par le terme *derisking*, et nous conservons ce terme (écrit en italiques) pour en discuter dans la suite de ce papier.

Ce papier a pour objectif de présenter le *derisking* et de discuter son intérêt et sa capacité de mobiliser les capitaux privés de façon significative. Nous commençons par en rappeler les fondements quantitatifs, caractéristiques d'une approche fondée sur l'estimation des besoins de financement. La section suivante propose un retour historique sur la façon dont les institutions de financement se sont intéressées au secteur privé. La troisième section discute les fondements théoriques du rôle de financements publics dans la mobilisation du secteur privé. La section suivante propose une définition du concept de *derisking* et décrit les principaux instruments. La section 5 dresse un bilan provisoire du *derisking*. La section 6 conclut.

1. Mobilisation du secteur privé : les arguments quantitatifs

Le mot d'ordre de mobilisation du secteur privé est la réponse institutionnelle et politique apportée aux considérables besoins de financement estimés pour l'atteinte des objectifs du millénaire pour le développement, feuille de route de la communauté internationale⁴. Plusieurs estimations ont été avancées concernant ces besoins, tant pour le climat que pour les ODD dans leur ensemble. Ces estimations diffèrent sensiblement, mais convergent sur l'ordre de grandeur, à savoir plusieurs « trillions » (trillions anglais, donc des milliers de milliards). Dans son rapport 2025 sur le financement du développement durable, l'OCDE (OECD 2025) résume (table 1.1, p.25) les différentes estimations du déficit annuel de financement des ODD.

1.1. Un écart grandissant entre les besoins et les financements disponibles

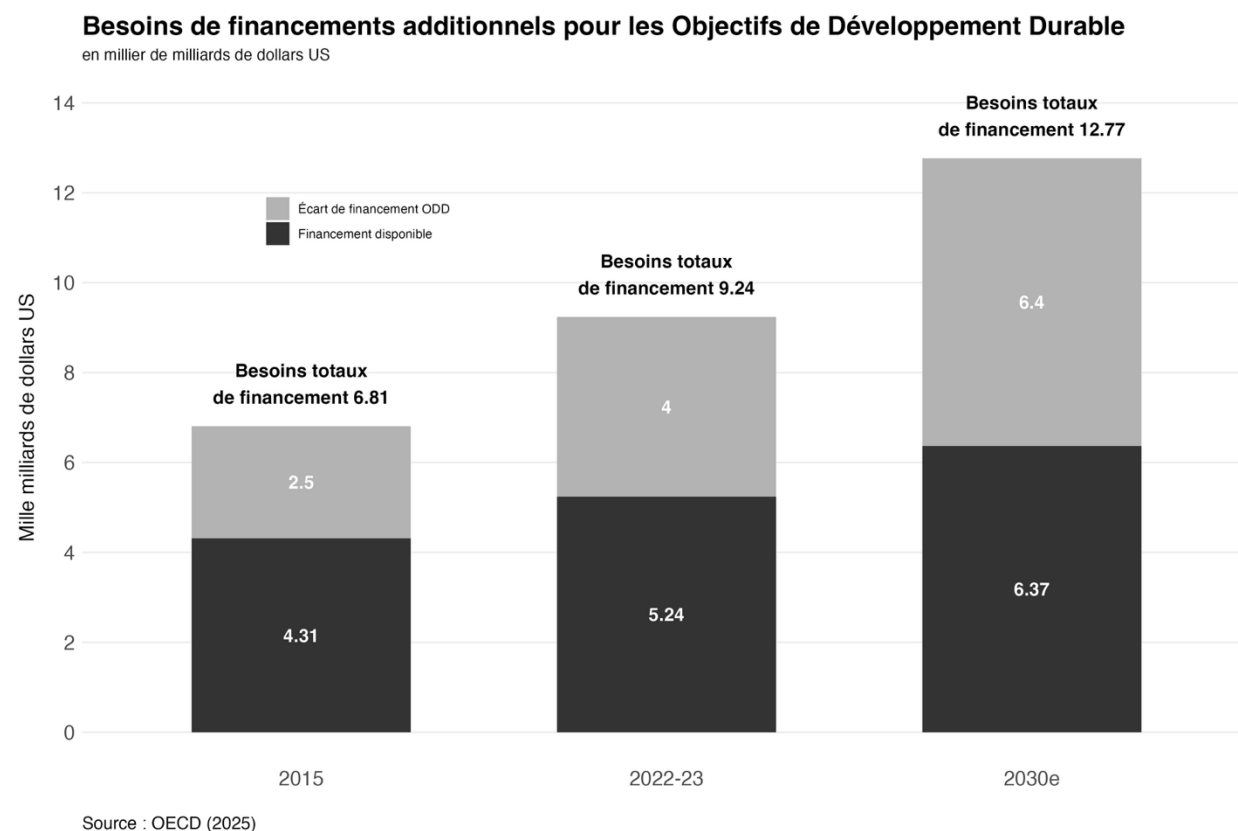
Le graphique 1 ci-dessous, repris dans (OECD 2025), illustre l'écart annuel grandissant entre les financements disponibles et les financements jugés nécessaires pour atteindre les ODD dans les pays en développement⁵: d'après l'OCDE, en 2030, cet écart serait supérieur à 6 trillions par an, une hausse de 156% par rapport à l'écart estimé en 2015 et de 60% par

⁴ Dont l'Administration Trump s'est cependant désolidarisée le 4 mars 2025, lors d'un discours d'Edward Heartney, Ministre Conseiller américain auprès d'ECOSOC : « Bien que formulés dans un langage neutre, l'agenda 2030 et les ODD mettent en œuvre un programme de gouvernance globale molle qui n'est pas compatible avec la souveraineté des Etats-Unis et nuit aux droits et intérêts des Américains » (trad. Auteur).

⁵ Il s'agit ici de l'ensemble des pays éligibles à l'aide publique au développement (pour le Comité d'aide au développement de l'OCDE), à l'exclusion de la Chine.

rapport à celui de 2022-2023, une majeure partie des besoins et de l'écart étant due au climat, notamment à la transition énergétique (OECD 2025).

Graphique 1



L'urgence climatique a aussi donné lieu à des estimations de besoins d'investissement, notamment dans les pays en développement. (Choi and Laxton 2023) rappellent par exemple qu'il faudrait pour le climat des flux annuels de 5200 milliards de dollars par an dès 2030, alors que seuls 600 milliards lui ont été consacrés en 2020. D'autres estimations font état d'un besoin annuel de 3000 à 6000 milliards d'ici à 2050 (Georgieva and Adrian 2022). D'autres encore (Schumer et al. 2025) considèrent qu'un objectif de limiter le réchauffement climatique à 1,5° (qui paraît cependant hors d'atteinte) nécessiterait entre 6800 et 11000 milliards par an à l'horizon 2030 pour financer les besoins d'adaptation et d'atténuation, et ils évaluent les flux consacrés au climat en 2023 à 1900 milliards. L'initiative pour la politique climatique (*climate policy initiative*) confirme cette estimation et signale que les premières données disponibles, en 2025, montrent que les flux annuels de financement du climat (atténuation et adaptation) ont dépassé 2000 milliards de dollars pour la première fois en 2024. Les pays avancés et la Chine jouent un rôle majeur à cet égard. Mais seule une

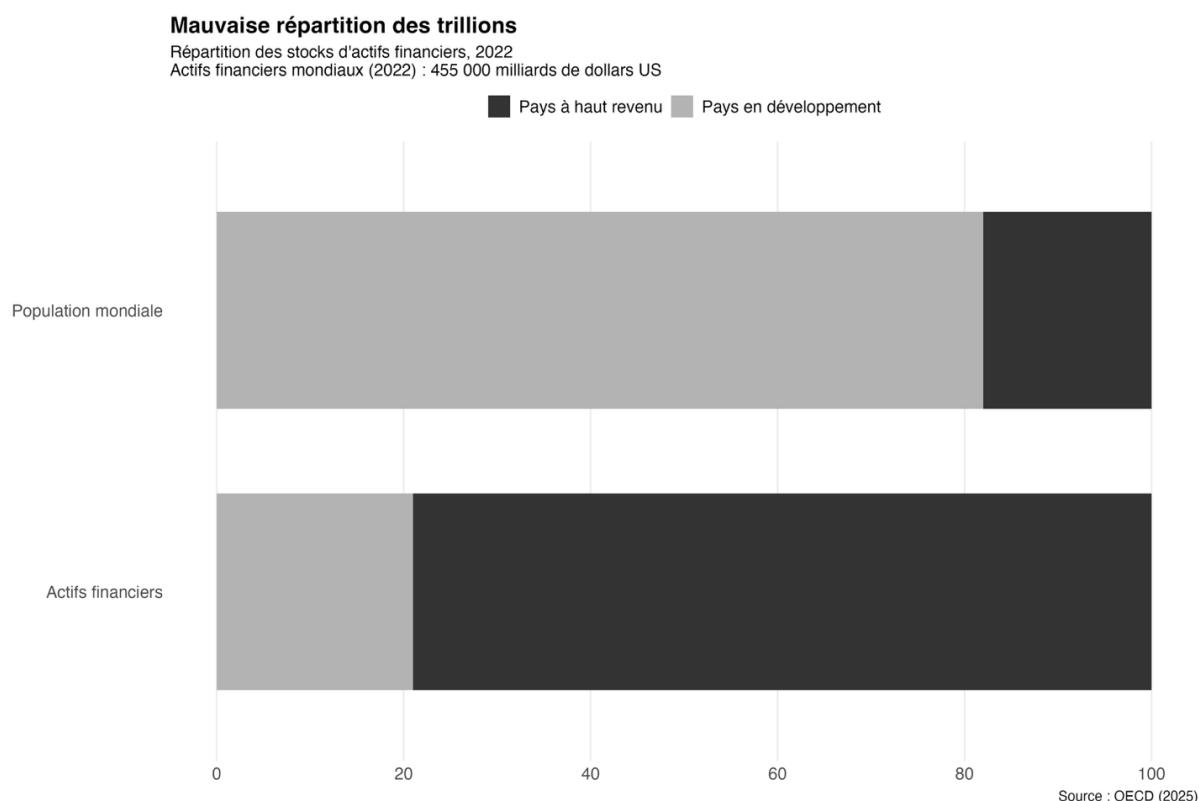
petite fraction (196 milliards) des financements disponibles pour le climat est engagée dans les pays en développement (Climate Policy Initiative 2025). Pour ces derniers, les besoins de financement de l'adaptation au changement climatique sont estimés à 222 milliards par an en moyenne sur la période 2024-2030, puis à 248 milliards par an entre 2031 et 2050, alors que les financements disponibles en 2023 se sont élevés à 46 milliards (Climate Policy Initiative 2025).

1.2. Des trillions disponibles mais mal répartis

Or, ces « trillions » existent, mais ils sont jugés mal alloués, et bloqués dans des actifs essentiellement dans les pays à haut revenu, comme le graphique 2 le montre. Entre 2015 et 2022, le stock global d'actif financiers s'est accru de 47%, pour atteindre plus de 460 trillions⁶. Malgré une hausse de la part de ces actifs détenus dans les pays en développement, les pays développés en détiennent encore près de 80%. Notant que 21% des actifs financiers globaux sont déjà investis dans les pays en développement, où ils ont le potentiel de contribuer au progrès économique et social, l'OCDE considère (OECD 2025) qu'une réorientation même modeste des priorités d'investissement dans le reste du monde, avec quelques ajustements réglementaires, pourrait avoir un impact significatif sur les flux de capitaux pour le développement dans les pays pauvres. De là à suggérer que la solution financière est à portée de main et qu'il s'agit de rediriger (et notamment de convaincre les investisseurs institutionnels de le faire) quelques trillions annuels vers les pays émergents et en développement, il n'y a qu'un pas – ou c'est du moins ce que suggère le mot d'ordre « des billions aux trillions » (AfDB et al. 2015), initiative lancée par les principales banques multilatérales de développement en 2015, qui invite à la mobilisation du secteur privé, en partie producteur et détenteur de tous ces trillions.

⁶ Nous gardons ici le « trillion » anglosaxon, qui vaut 1000 milliards et permet une formulation plus ramassée. Avec la métrique française, il faudrait plutôt écrire « des milliards aux milliers de milliards ».

Graphique 2 : Les trillions ne sont pas là où il faudrait



Ce bilan quantitatif, conduisant à constater l'écart entre l'anticipation des financements disponibles et celle des besoins, est à la base du mot d'ordre de mobilisation des financements privés. Il conduit à se pencher sur les raisons pour lesquelles l'investissement privé ne fournit pas ces besoins alors que les ressources sont globalement présentes. L'attention se porte naturellement sur les risques liés aux projets et aux pays, qui découragent l'investissement privé. Le *derisking* désigne l'utilisation des ressources publiques à travers des méthodes et instruments adaptés pour atténuer ces risques ou améliorer le profil risque-rendement (en comparaison d'une approche fondée sur l'amélioration du climat des investissements, qui participe aussi, mais de façon moins ciblée et davantage sous-jacente et structurelle, à la réduction des risques).

2. Secteur privé et financement du développement : retour historique

L'intérêt porté au rôle du secteur privé dans les processus de développement n'est pas nouveau. Mais la façon d'appréhender la complémentarité entre secteur public et secteur privé a connu des évolutions importantes. Après la seconde guerre mondiale, c'est

l'opportunité et la raison d'être d'une institution publique multilatérale de prêts qui a fait l'objet des principaux débats (Gavin and Rodrik 1995). Dès les négociations relatives à la création de la Banque mondiale dans le cadre des accords de Bretton Woods, en effet, l'une des questions posées fut celle du rôle et de la justification de financements publics et la complémentarité éventuelle avec les investissements privés. La promotion de l'investissement privé est l'un des objectifs statutaires (Article I(ii) des statuts) de la Banque (World Bank 1954; Mason and Asher 1973). La citation ci-dessous résume utilement la problématique de la création de la Banque mondiale, dans le cadre des négociations à Bretton Woods.

« Les participants à la Conférence de Bretton Woods savaient qu'à la conclusion des hostilités, il y aurait un besoin pressant de capital international pour financer tant la reconstruction des infrastructures productives détruites par la guerre que l'accroissement de la productivité et des niveaux de vie dans les régions sous-développées du monde. Les besoins paraissaient si grands, et les risques si importants, que le capital privé serait incapable d'y répondre sans quelque forme de garantie gouvernementale. La Conférence de Bretton Woods conclut que la meilleure façon de résoudre ce problème était la création d'une nouvelle forme d'institution pour l'investissement international, qui serait autorisée à faire ou garantir des prêts pour des projets productifs de reconstruction ou de développement, à la fois avec son propre capital et en mobilisant les capitaux privés, et qui serait dotée d'une structure financière selon laquelle les risques de tels investissements seraient partagés entre tous les pays membres en relation avec leur puissance économique. C'est la solution qui fut retenue à travers les statuts de la Banque Mondiale ». (World Bank 1954, pp. 4-5, traduction par l'auteur).

Ainsi, le rôle du secteur privé était reconnu, et la mobilisation des investissements privés était déjà à l'ordre du jour. L'argument donné était quantitatif, comme à l'heure actuelle. Cette citation illustre aussi plusieurs questions qui se posaient à l'époque et demeurent pertinentes 80 ans plus tard. L'une d'entre elles porte sur la nature des risques de l'investissement international et leur allocation optimale et reste l'une des problématiques au cœur de l'opérationnalisation de l'idée de *derisking*. Une autre question, laissée ouverte, présente dans la citation à travers l'appel à « quelque forme de garantie gouvernementale », porte sur le choix, pour la Banque mondiale dans ses premières années, entre consentir des prêts (ce qui fut l'option retenue) ou garantir des investissements. Ce fut l'objet de l'un des débats entre White et Keynes – qui portait notamment sur le volume de capital propre nécessaire à la Banque pour opérer. Les pays européens et Keynes auraient souhaité que la Banque n'utilise son capital que pour faire des garanties. S'agissant de la possibilité pour la Banque de consentir des prêts, Keynes considérait même cette proposition « absurde » (Oliver 1975; Gavin and Rodrik 1995), puisqu'elle reviendrait de fait à faire dépendre l'investissement international des pays emprunteurs (et, pourrait-on ajouter, à transférer au

moins en partie par le prêt le risque de cet investissement à ces pays : c'est l'un des aspects des crises de la dette des pays en développement assez peu reconnu).

De façon schématique, la façon dont la complémentarité entre public et privé est comprise et mise en œuvre est historiquement passée par trois grandes phases.

2.1. 1950-1980 : division du travail public-privé

La première, qui recouvre approximativement la période 1950-1980, correspond à une division du travail et une mobilisation indirecte du secteur privé en créant un environnement favorable à son dynamisme. L'action publique (dans le domaine économique) a pour justification de répondre aux « défaillances » des marchés⁷ (présence d'externalités, concurrence imparfaite, imperfections de l'information, marchés financiers imparfaits) et veiller à une répartition équitable des revenus. Le modèle de croissance dominant est celui de Harrod-Domar, à coefficient de capital constant, donnant à l'investissement (presque par hypothèse) un rôle déterminant dans la croissance (mais conduisant aussi à l'idée d'une croissance en général déséquilibrée). (Chenery and Strout 1967) étendent ce modèle à l'économie de pays en développement confrontés à une double contrainte (*two-gap model*) : celle, interne, d'une insuffisance d'épargne (et de compétences) et celle, externe, d'accès aux devises et de balance des paiements. Dès lors, la question est de savoir si, et comment, l'aide au développement peut combler le déficit d'épargne et de devises et permettre le financement des besoins d'importations.

Pendant les années 50 et 60, la Banque mondiale fait essentiellement des prêts au secteur public pour les infrastructures, domaine capitalistique nécessitant des investissements lourds et des financements longs que le secteur privé ne peut assumer. Progressivement, elle s'intéresse aussi à l'agriculture et au capital humain, à l'éducation et à la santé, autres domaines où les rendements n'apparaissent qu'à long terme et dans lesquels le secteur privé ne répond pas aux besoins. Elle développe aussi ses soutiens aux politiques publiques avec l'assistance technique et l'appui à une meilleure gouvernance. Mais cette division du travail est aussi une façon de contribuer à la dynamique du secteur privé, en créant les conditions d'une meilleure rentabilité du capital. Cet ensemble de financements est en effet une réponse au fameux « paradoxe de Lucas » (Lucas 1990), certes formalisé beaucoup plus tard : dans des économies pauvres et dans le paradigme néo-classique, le capital étant plus rare devrait avoir un taux de rendement plus élevé que dans les pays développés, et on devrait donc s'attendre à ce que l'épargne de ces derniers s'y dirige pour en bénéficier. Or ce

⁷Dans un cadre théorique bien établi, dont (Wolf 1990) fournit un résumé. Il analyse notamment la problématique de la répartition entre les deux alternatives imparfaites que sont les marchés et les gouvernements. Dans l'immédiat après-guerre, cependant, et dans un environnement intellectuel keynésien, l'impasse était souvent faite sur les imperfections de ces derniers.

n'est pas ce qu'on observe, et l'une des raisons est que le rendement du capital privé dépend de tous ces investissements publics complémentaires sans lesquels sa productivité restera faible. Cependant, l'aide au développement n'a pas encore l'objectif explicite de mobilisation du secteur privé. D'ailleurs, la plupart des pays en développement dans les années 50 et 60 mettent l'accent sur le rôle des États et laissent peu de place au développement du secteur privé.

2.2. 1980-1990 : le tournant néo-libéral

La seconde phase s'ouvre dans les années 1980, avec les mouvements de libéralisation lancés par Margaret Thatcher et Ronald Reagan. L'accent est mis sur le dynamisme et l'efficacité du secteur privé comme moteur principal du développement. Les prescriptions de libéralisation, privatisation, et toute politique favorisant le développement des marchés fait alors partie des recettes standard recommandées aux pays en développement et faisant partie de ce que John Williamson (Williamson 1990) a appelé le « consensus de Washington » (et qui a fini par être absorbé dans l'idéologie néo-libérale qui s'est installée dans les années 1990 et 2000). On retrouve l'importance reconnue au secteur privé dans le rapport Berg de 1981 sur l'Afrique subsaharienne. Ce rapport constate que les secteurs publics africains sont souvent surdéveloppés et invite les gouvernements africains à accroître l'efficacité et améliorer les performances des dépenses publiques, à reconnaître le rôle et la responsabilité des acteurs du secteur privé local, et à donner davantage de place au capital privé national et international (Berg 1981). Les années 80 et 90 marquées par l'essor du libéralisme financier et par la crise de la dette des pays en développement, sont celles de l'ajustement structurel, destiné à remettre de l'ordre dans la gestion macroéconomique et à laisser davantage de place au secteur privé.

Ce tournant néo-libéral est amplifié par la crise de la dette (cessation de paiement du Mexique en août 1982), qui fait prendre conscience des risques du surendettement public, et renforce les préconisations de libéralisation, privatisations et implication du secteur privé. Le rôle des institutions et de leur qualité devient également central, avec notamment les travaux d'Oliver Williamson et de Douglass North, puis à la fin des années 1990, le mot d'ordre « institutions matter » de la Banque mondiale (Burki and Perry 1999). Après plusieurs années de débat sur l'utilisation de garanties, la filiale MIGA (Multilateral Investment Guarantee Agency) est créée en 1988 au sein du Groupe de la Banque mondiale. La libéralisation des mouvements de capitaux, et l'appel aux ressources privées pour financer des besoins d'investissement liés au développement des pays émergents, entraîne aussi un nouvel essor des activités de notation souveraine dans les grandes agences de notation des risques (Sylla 2001).

2.3. Années 2000 : Le secteur privé partenaire du développement durable

La troisième phase commence au début des années 2000. L'adoption par l'Assemblée Générale des Nations-Unies (AGNU) des Objectifs du Millénaire pour le Développement (OMD) en septembre 2000 dote la communauté internationale d'un ensemble de valeurs et de huit objectifs (à l'horizon 2015) combinant la croissance durable et la réduction de la pauvreté. La « déclaration du Millénaire » (Assemblée générale des Nations Unies 2000) mentionne le secteur privé à trois endroits : la décision d'« établir des partenariats solides avec le secteur privé et les organisations de la société civile en vue de promouvoir le développement et d'éliminer la pauvreté » ; la reconnaissance (pour l'Afrique) du besoin d'accroître les investissements directs étrangers ; et la décision « de donner au secteur privé, aux organisations non gouvernementales et à la société civile en général la possibilité de contribuer davantage à la réalisation des objectifs et programmes de l'Organisation ». Dans cette vision du développement par les Nations Unies, le secteur privé, regroupé avec les organisations de la société civile, est reconnu comme partenaire contributeur potentiel, et apparaît surtout comme un pourvoyeur de ressources (finances, technologie, savoir-faire, notamment par le biais de l'investissement direct), en quelque sorte exogène, et qu'il s'agit de mobiliser.

C'est avec le « Consensus de Monterrey » (United Nations 2003) que l'appui au secteur privé devient formalisé à la fois comme l'un des objectifs et comme l'un des moyens des politiques de développement et de l'aide au développement, qui doit faire l'objet de politiques actives de soutien, tant en ce qui concerne l'environnement des affaires que l'utilisation d'instruments de crédit à l'export, de co-financements, de capital risque, de garanties, et de services divers fournis aux investisseurs. Cependant, cette conviction est très peu développée dans la déclaration de la Conférence de Paris sur l'efficacité de l'aide (OCDE 2005) et dans l'agenda pour l'action d'Accra (OECD 2008), ce qui donne l'impression que le secteur privé est toujours considéré comme un peu exogène aux efforts et dynamiques de développement : les efforts sont définis et engagés par les acteurs publics, nationaux, bilatéraux et multilatéraux, et l'objectif est d'y faire participer le secteur privé.

La fixation d'objectifs partagés fournit un cadre structurant pour l'action internationale, permettant un suivi de l'action engagée sur chacun des objectifs. En juillet 2015, le plan d'Action d'Addis Ababa (United Nations 2015) définit un cadre global pour le financement du développement. Ce plan d'action invite les gouvernements à orienter les politiques publiques et les réglementations vers un alignement des incitations du secteur privé et des objectifs publics (paragraphe 36), à développer le tissu des petites et moyennes entreprises (paragraphe 43), à développer les marchés financiers et attirer l'investissement direct étranger (paragraphe 44, 45), à intégrer les plans de développement en infrastructure dans les stratégies nationales de développement durable et à fournir une assistance technique à

la préparation des projets (paragraphe 47), à développer les partenariats publics privés et les financements mixtes (*blending*) (paragraphe 48), et à renforcer le rôle catalytique de la finance publique internationale, notamment l'aide publique au développement, pour mobiliser d'autres sources de financement en agissant sur l'amélioration des structures de collecte fiscale, l'amélioration du climat de l'investissement, et divers instruments de financements conjoints et de réduction des risques (paragraphe 54).

En septembre 2015, le calendrier défini par les OMD arrivant à échéance, l'AGNU adopte à l'unanimité les objectifs de développement durable (ODD), avec 2030 comme nouvel horizon. (Assemblée générale des Nations Unies 2015). L'une des caractéristiques de cette méthode (fixation d'objectifs et de calendrier), cependant, est qu'elle conduit à construire les stratégies de mise en œuvre à partir d'une estimation chiffrée des besoins et à un appel à la mobilisation des ressources correspondantes. Le constat que les finances publiques ne suffiraient pas s'est rapidement imposé, et le mot d'ordre est devenu celui de mobilisation de l'épargne privée pour atteindre les ODD, dont le *derisking* apparaît comme l'une des modalités.

Cette mobilisation consiste, à travers divers instruments financiers, à utiliser les fonds publics pour pousser les fonds privés à se joindre à l'effort. C'est une approche innovante, mesurée à travers l'effet de levier, à savoir le montant de fonds privés mobilisés par euro (ou dollar) de ressources publiques utilisées pour cela⁸. Cette approche quantitative a trouvé son mode de communication avec le mot d'ordre du passage des milliards aux milliers de milliards « (from Billions to Trillions), lancé en 2015 par les banques multilatérales de développement et le Fonds monétaire international pour répondre aux besoins de financement des ODD (AfDB et al. 2015). Son principe est de mobiliser des ressources privées à grande échelle pour compléter les financements publics limités. La mise en œuvre repose sur l'utilisation de l'aide publique au développement pour mobiliser les investissements privés, notamment via des mécanismes de mixage (*blending*) et de garanties.

Deux ans après, pour le Comité de Développement d'octobre 2017, la Banque mondiale précise l'approche opérationnelle « *Maximizing Finance for Development* » (MFD) visant à systématiser la mobilisation du financement privé pour le développement (World Bank Group 2017). Le principe de MFD consiste à privilégier les solutions basées sur le secteur privé lorsqu'elles sont viables et de n'utiliser les ressources publiques limitées que

⁸ Thomas Melonio et Jean-David Naudet distinguent deux effets de levier qui se combinent : le premier effet est le ratio entre le volume de flux publics transférés aux pays au développement et le coût pour le contribuable du pays donneur ; le second est l'effet multiplicateur de l'utilisation de fonds publics pour mobiliser les fonds privés (Melonio et al. 2025). Ils notent par exemple que l'AFD, en 2022, a généré 5 fois plus de financements climats que le coût budgétaire que la France y a consacré, et a ensuite encore accru le volume de financements climats en mobilisant des fonds privés.

lorsqu'elles sont nécessaires. La mise en œuvre implique une analyse systématique des contraintes à l'investissement privé dans les secteurs clés et l'utilisation d'outils comme les garanties, les partenariats public-privés, les co-financements et les réformes réglementaires pour attirer les investisseurs. Cette approche a conduit à une augmentation des opérations de la Banque mondiale impliquant le secteur privé.

En 2017, l'Association pour le Développement International (IDA) a mis en place une fenêtre pour le secteur privé (PSW), destiné à fournir des ressources pour mobiliser le secteur privé dans les pays IDA, dotée depuis sa création de près de 5,5 milliards de dollars (Mathiasen et al. 2024). Il s'agit d'une facilité de financement mixte (Blended Finance Facility ou BFF), qui permet à l'International Finance Corporation (IFC), à MIGA et à des investisseurs privés tiers de s'engager dans des transactions risquées dans les pays IDA et les États fragiles et en conflit éligibles. Au-delà de BFF, cette fenêtre de financement PSW comprend une facilité en monnaie locale, permettant de couvrir le risque de change dans des pays où les marchés des capitaux sont sous-développés ; une possibilité de subventionner les garanties MIGA et de les compléter avec de la réassurance et des garanties de première perte ; et une facilité d'atténuation des risques proposant des garanties sur des projets pour attirer l'investissement privé dans les projets et des partenariats public-privé de l'IFC dans les infrastructures. D'après l'évaluation indépendante de la PSW (Independent Evaluation Group 2024; Mathiasen et al. 2024), c'est la facilité de financements mixtes BFF qui a été la plus utilisée, et la facilité d'atténuation de risques la moins utilisée⁹. La PSW subventionne l'accès de l'IFC et de MIGA à des transactions à haut risque dans les pays éligibles, auxquelles les emprunteurs locaux n'auraient pas accès du fait du coût du risque. L'*Independent Evaluation Group* (IEG) considère que chaque dollar engagé par cette fenêtre PSW depuis 2018 a mobilisé 2,7 dollar de capital additionnel provenant de l'IFC et de MIGA, et 2 dollars additionnels de tiers publics et privés. (Mathiasen et al. 2024) considèrent que le succès est mitigé, notamment lorsque l'on compare les capitaux privés mobilisés dans les différents projets par la SFI avec ou sans le soutien des facilités PSW.. Il faut cependant souligner (Independent Evaluation Group 2024) que les projets soumis au PSW sont plus risqués que les autres et suscitent de ce fait moins l'appétit des investisseurs, privés ou publics.

⁹ Jusqu'à mars 2024, 55% des projets PSW approuvés mobilisaient BFF, 27 % la facilité en monnaie locale, 16% le subventionnement des garanties MIGA et 2% l'atténuation des risques (Mathiasen et al. 2024). D'après (Independent Evaluation Group 2024), les différences dans l'utilisation des facilités de PSW reflètent leur capacité à répondre aux besoins des clients. La facilité BFF a l'avantage d'être très flexible, et la sous-utilisation de la facilité d'atténuation des risques peut s'expliquer par l'existence de MIGA et des garanties de risque partiel proposées par l'AID, qui fournissent des services similaires.

Depuis 2018, le G20, l'OCDE et la Banque mondiale promeuvent aussi l'idée de présenter les projets d'infrastructure comme une classe d'actifs¹⁰, en les standardisant et les agrégeant pour les rendre plus attractifs pour les investisseurs à long terme et institutionnels comme les fonds de pension (G20/OECD/WB 2018). Cette initiative a également pour but de faciliter le financement des infrastructures dans les pays développés.

Aux termes de ces développements et initiatives variées, on peut tirer les conclusions suivantes : la philosophie générale de l'intervention des agences de financement du développement est passée d'une vision quasi-exclusive de l'utilisation de fonds publics, qui pouvaient être utilisés pour créer un terrain favorable aux investissements privés et reconnaissait leur rôle dans les stratégies de croissance, à un appel général à la mobilisation des investissements privés. Cette philosophie nouvelle, officiellement lancée avec le plan d'action (AAAA) adopté à Addis Ababa en 2015, s'est répandue dans la plupart des institutions de financement du développement et a conduit à une multitude d'initiatives. Le mot d'ordre « from billions to trillions », qui porte cette philosophie, semble renouer avec la vision quantitative qui prévalait dans les années 50 et 60, et c'est, comme nous le discuterons plus loin, l'une des faiblesses de l'approche actuelle du financement du développement.

3. Concepts et Fondements théoriques

3.1. Rendements privés et rendements sociaux

La littérature économique justifie l'intervention publique – au-delà des dépenses régaliennes qui pourraient d'ailleurs s'interpréter dans ce cadre¹¹ par des arguments d'efficacité (corriger les défaillances de marché, dont les externalités) et des arguments d'équité (justice sociale et répartition des revenus)¹². Ces arguments nécessitent des formes d'intervention publique, mais ne conduisent pas nécessairement à recommander l'utilisation de fonds publics pour mobiliser le secteur privé, et encore moins de se donner pour objectif la maximisation des volumes de fonds privés utilisés. Il faut donc des arguments plus précis.

On trouve ces arguments dans l'approche théorique due à Arthur Pigou au début du 20^{ème} siècle (Pigou 1920). Ce qu'entraînent les externalités, biens publics et autres défaillances de

¹⁰ Sur le principe, voir notamment (Inderst 2010). Ce qui n'est pas sans rappeler le concept « Nature as an Asset Class » visant à rendre le capital naturel « investissable ».

¹¹ Les marchés ne sont en effet pas des entités naturelles et ont besoin de sécurité et d'un cadre institutionnel et légal solide pour prospérer.

¹² Voir la discussion dans (Wolf 1990)

marché et les considérations d'équité, ce sont des écarts entre rendements privés et rendements sociaux. Ces derniers recouvrent les coûts et bénéfices d'un investissement pour la société dans son ensemble, et incluent à la fois les rendements financiers et les effets sociaux et environnementaux. Le rendement privé est donc une des composantes du rendement social. La différence entre les deux reflète les insuffisances du marché, soit en termes d'efficacité sociale (et pas seulement économique ou financière), soit en termes d'équité. (Pegon 2023) en déduit trois conditions à satisfaire conjointement pour justifier l'utilisation de fonds publics pour mobiliser les fonds privés (la finance mixte, ou *blending*) :

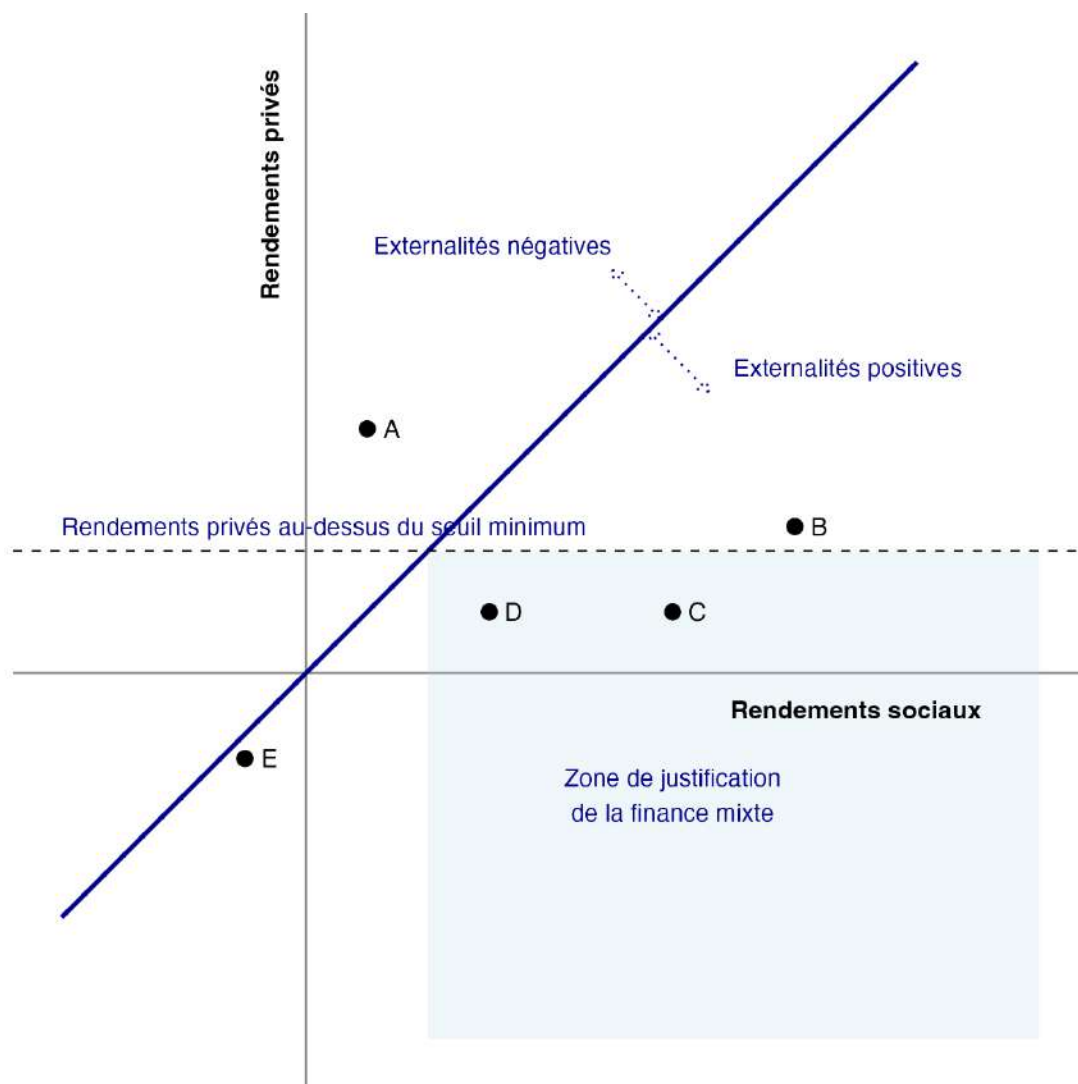
- Le rendement social net est positif et dépasse le rendement privé
- Le rendement privé (hors financement mixte) est inférieur au seuil de rendement (ajusté pour le risque) requis par le secteur privé, typiquement entre 12% et 15% (Georgieva and Adrian 2022)
- Aucune autre utilisation des finances publiques ne conduirait à un rendement social net plus élevé.

La première condition exprime que l'intervention publique n'a de sens que si l'intervention produit un rendement social supérieur à l'absence d'intervention ou à la seule intervention du secteur privé : autrement dit, il faut préciser les objectifs de l'intervention publique et montrer qu'elle est nécessaire à l'atteinte de ces objectifs. La deuxième condition signifie que le secteur privé ne s'engagerait pas seul dans l'opération. La troisième porte sur le coût d'opportunité de l'utilisation des fonds publics : il faut vérifier qu'ils ne seraient pas mieux utilisés dans une autre intervention.

(Pegon 2023) représente ces différentes conditions sur un graphique, reproduit ci-dessous (graphique 3). Plusieurs projets représentant des combinaisons de rendement social et rendement privé différentes sont représentés par les points A, B, C, D, E. Les investisseurs privés, pour investir dans le projet, demandent un rendement (ajusté pour le risque) minimal, représenté par la ligne horizontale en pointillés. Sur la bissectrice, les rendements privés sont égaux aux rendements sociaux. Les externalités correspondent à la distance par rapport à la bissectrice : au-dessus, elles sont négatives (rendements privés supérieurs aux rendements sociaux) ; au-dessous, elles sont positives. Au point A, il y a des externalités négatives et le rendement privé est supérieur au seuil d'intervention : il est évidemment exclu de subventionner le projet, et on pourrait plutôt imaginer de le taxer pour compenser les externalités négatives ; Au point B, les externalités positives (distance à la première bissectrice) sont élevées, mais le taux de rentabilité privée est supérieur au seuil, et il n'est donc pas nécessaire d'apporter des fonds publics à l'opération. Les projets C et D présentent un rendement social supérieur au rendement privé, ce dernier étant inférieur au seuil nécessaire pour la décision privée d'investir : ils sont donc candidats pour un

financement mixte, mais le projet C présente un rendement social supérieur, pour un même coût (ce dernier est représenté par l'écart vertical avec le seuil): il faut donc exclure le projet D, et le projet C est le seul remplissant toutes les conditions, puisque le projet E présente un rendement social négatif.

Graphique 3 : Rendements sociaux et rendements privés



source: graphique traduit et repris de Pegon (2023, Box 1, p.13)

Cette analyse présente quelques limites qui n'enlèvent rien à sa pertinence. Elle est statique, et néglige l'effet d'investissements existants ou à venir sur les rendements sociaux des projets envisagés. (Pegon 2023) relève par exemple que les dépenses de R&D privées, les investissements dans l'innovation, les investissements dans la création de connaissances utiles à l'ensemble de l'économie, ou des effets de cluster peuvent accroître

les rendements sociaux (et aussi privés) de projets d'investissement. L'une des idées derrière les financements mixtes, c'est aussi qu'ils viennent avec des conditions modifiant la nature d'un investissement qui pourrait être entrepris par le secteur privé et que leurs modalités en accroissent les rendements sociaux. L'analyse proposée peut donc être étendue en considérant que, dans certains cas et parce que le projet est transformé (par des conditions ou des incitations), un financement public peut être légitime et souhaitable même quand le projet initial produit un rendement privé supérieur au seuil requis – mais pour que le secteur privé y participe, il faut alors que la poursuite du rendement social visé par cette transformation augmente aussi le rendement privé de l'opération.

On peut tirer quatre messages importants de ce cadrage théorique :

- Poursuivre l'implication du secteur privé juste pour le volume de financements qu'il apporte n'est pas un objectif socialement pertinent : or c'est la direction suggérée par les objectifs et le suivi quantitatifs de la « mobilisation du secteur privé ».
- Utiliser des fonds publics pour accompagner les investissements privés se justifie dès lors que les rendements sociaux qu'on en attend sont établis et suffisamment importants, et que le secteur privé n'entreprendrait pas seul ces investissements (c'est le critère d'additionalité au cœur de la démarche des financements mixtes). Le *derisking* est parfois compris comme une garantie donnée par le secteur public aux rendements du secteur privé : mais au-delà de cette conception étroite du *derisking*, il est utile d'intégrer dans une approche plus large l'idée d'un achat, par le secteur public, d'un impact économique et social produit par le secteur privé (et qui ne serait pas produit autrement) : en quelque sorte un achat de l'écart entre rendement social et rendement privé.
- Cela nécessite des analyses fines dans le cadre de l'évaluation de projets, analyse des risques impliqués, du rendement privé et des rendements sociaux attendus, de l'additionalité, et une ingénierie financière soigneuse.
- Ces analyses se font ex-ante, sur la base d'hypothèses, de jugements et de l'expérience acquise. Il faut donc aussi renforcer l'aspect expérimental de l'approche, en lui associant dès l'identification des projets une démarche de suivi-évaluation rigoureuse, et dans la mesure du possible indépendante, de la génération des rendements sociaux.

Cette complémentarité entre secteur public et secteur privé (que l'on peut appeler « mobilisation » du secteur privé si on insiste sur l'activation de ce dernier) peut s'exercer selon quatre dimensions qui peuvent être combinées :

3.2. Mobilisation par transfert d'épargne

Le rôle d'intermédiation joué par les banques de développement qui empruntent sur les marchés et reprêtent aux pays en développement est en soi une forme importante de *derisking*, puisqu'elles substituent dans les portefeuilles privés des créances sur elles-mêmes à des créances plus risquées sur les pays en développement. Ce *derisking* est efficace à deux conditions : que les banques de développement conservent une cote de crédit suffisamment favorable (la Banque mondiale, par exemple, est très attachée à sa cote AAA et toutes les banques de développement tiennent à leur cote de crédit), et qu'elles soient en mesure d'analyser correctement les risques qu'elles prennent dans les pays en développement. Il y a trois limites importantes à cette forme de *derisking*. L'une est la dotation en capital des banques de développement, qui détermine leur capacité de prêts et de prise de risque. La deuxième limite est le besoin pour la banque de développement de préserver sa cote de crédit : elle reste donc très exigeante sur la nature des risques qu'elle prend. Enfin, la capacité des pays emprunteurs à gérer leur endettement limite le potentiel de cette intermédiation, comme la récurrence des problèmes d'endettement le montre. Ce n'est pas cette façon de redistribuer le risque qui pourra générer les milliers de milliards recherchés. Il y a une limite additionnelle, puisque le statut de créancier privilégié des banques de développement implique que la croissance de cette intermédiation accroît le risque résiduel sur les créances privées.

La limite sur la dotation en capital a conduit les banques de développement à innover pour libérer du capital pour augmenter leurs prêts, en transférant le risque de certains de leurs portefeuilles d'actifs, ce que (Choi and Laxton 2023) appellent l'approche portefeuille de la réduction de risques¹³ : il y a alors, en quelque sorte, *derisking* en deux étapes : par le rôle d'intermédiation financière, d'une part, comme mentionné ci-dessus, puis par revente de créances (ou de risques) sur les pays en développement qui sont « dé-risquées » puisque c'est la banque, forte de sa cote de crédit et de sa crédibilité, qui a choisi de les acquérir : elle trouve de ce fait des acheteurs privés. Mais c'est aussi un « double *derisking* » dans la mesure où la Banque, ce faisant, réduit son propre risque en déchargeant son portefeuille, ce qui libère son capital.

Ce *derisking* par gestion de l'actif a conduit à des innovations financières intéressantes. (Choi and Laxton 2023) donnent l'exemple de Room2Run, première titrisation synthétique

¹³ Cette approche n'est pas nouvelle. (Mason and Asher 1973) rappelle qu'à ses débuts, la Banque mondiale a surmonté les réticences des investisseurs privés à l'égard de l'investissement international en vendant avec sa garantie les obligations acquises auprès de ses emprunteurs (par exemple la Belgique, en mars 1949) : elle garantissait ainsi le crédit de l'emprunteur tout en libérant son capital. Cette pratique s'est ensuite estompée car la Banque a commencé à vendre plus activement ses propres obligations au public – donc à emprunter sur les marchés des capitaux.

de portefeuille mise en place en 2018 entre la Banque de développement africaine (AfDB) et des investisseurs privés : l'AfDB conserve les créances en portefeuille, ce qui permet de maîtriser l'orientation développement de ses prêts, mais transfère le risque de crédit associé. Cette titrisation porte sur un portefeuille de 50 prêts non souverains (African Development Bank 2019) et pas seulement des prêts individuels. Elle comprend plusieurs tranches : l'AfDB conserve la tranche junior et la tranche senior, ce qui conserve l'incitation à contrôler et gérer les risques, et la tranche mezzanine est transférée avec une garantie de la Commission européenne pour rendre le couple risque/rendement intéressant pour les investisseurs privés. Ce mécanisme accroît la capacité de prêts de l'AfDB à l'Afrique, sans dotation supplémentaire de capital, de 650 millions de dollars (PRI (Principles for Responsible Investment) 2019). Le succès de cette opération a conduit à l'annonce en 2024 d'un nouveau projet (qu'il reste à monter et mettre en œuvre) de titrisation synthétique entre l'AfDB, la Banque de Développement de l'Afrique du Sud (DBSA) et plusieurs investisseurs institutionnels, portant sur un portefeuille de 1 500 milliards de dollars (African Development Bank 2024). Prolongeant l'esprit de Room2Run, le gouvernement britannique a annoncé en 2022 la mise en place d'une « garantie Room2Run » sur 2 milliards de dollars du portefeuille de prêts souverains de l'AfDB (Ecofin Agency 2022), débloquant de fait 2 milliards de capital pour cette dernière. Comme le signale (Choi and Laxton 2023), cependant, les coûts de transaction pour mettre au point de telles innovations financières sont élevés. Il a fallu près de 4 ans pour lancer Room2Run. La prise en compte de ces coûts de transaction fait partie intégrante des stratégies de *derisking*.

(Choi and Laxton 2023) documentent un deuxième exemple d'approche de portefeuille de réduction des risques, le fonds ILX I (basé à Amsterdam), créé en 2022, permettant à des investisseurs institutionnels (notamment les gestionnaires d'actifs de fonds de pension néerlandais) de co-investir (sous forme de B-Loans) dans des prêts de banques multilatérales de développement et institutions financières de développement (DFIs) en faveur des ODD et tout particulièrement du climat. Ces dernières gardent une partie des prêts dans leur portefeuille et l'autre est souscrite par les investisseurs institutionnels qui bénéficient ainsi de la capacité des banques de développement à identifier les projets privés à impact et à intervenir dans les pays en développement tout en dégagant des rendements attractifs et peuvent ainsi diversifier leurs portefeuilles et investir dans des classes d'actifs liées au développement durable et à la finance climatique. Pour cette innovation également, les coûts de transaction ont été élevés, puisqu'il a fallu 5 ans pour lancer le fonds ILX I. Disposant en 2022 d'un engagement de 750 millions du fonds de pension néerlandais APG, le fonds a atteint son objectif d'1 milliard dans les 6 mois. A l'été 2024, il avait déployé 650 millions de dollars dans 30 projets répartis dans 15 pays (Lewis 2024). Suite à ce succès, un nouveau fonds ILX II, a été lancée en 2024 avec un objectif de 2 à 3 milliards de dollars. Ce

fonds, qui diminue le risque perçu par les investisseurs privés en partageant avec eux les compétences des banques de développement, tant en matière de connaissance des géographies que de la poursuite d'impacts relatifs au climat et plus généralement aux ODD, n'utilise ni fonds publics ni garanties pour mobiliser les investisseurs privés. Pour le mettre en place, cependant, des subventions ont été octroyées à la compagnie néerlandaise ILX Management BV par les gouvernements allemand, néerlandais et britannique (Banque africaine de développement 2023).

3.3. Mobilisation par catalyse

Le développement et la croissance impliquent le dynamisme d'un secteur privé productif : aux politiques publiques de créer le cadre dans lequel le secteur privé se mobilise. Il s'agit en quelque sorte d'une forme de mobilisation « passive », dans le sens où la politique publique n'agit pas de façon directe pour impliquer le secteur privé, mais agit sur l'environnement des affaires : infrastructures, capital humain, institutions, gouvernance, réglementation. Dans la typologie qu'elle dresse de la mobilisation du secteur privé, la Banque mondiale l'appelle mobilisation « catalysée »¹⁴ (World Bank 2021). L'intervention pour corriger les externalités négatives peut être pensée dans ce cadre. Cette vision est confortée par les théories de la croissance, aussi bien dans un cadre néoclassique à la Solow-Swan, qui montre l'importance de la productivité globale des facteurs, que dans le cadre de la croissance endogène. L'accent mis aux débuts de la Banque mondiale sur les investissements publics en infrastructure (l'une des priorités dans les années 50 et 60), puis dans l'agriculture, l'éducation et la santé, ainsi que l'assistance technique à l'amélioration des politiques publiques et la gouvernance, sont autant de contributions à la réduction du risque et l'accroissement des rendements de l'investissement privé dans cette logique de mobilisation que nous avons appelée passive, car ces interventions ont une rationalité propre qui n'implique pas nécessairement l'investissement du secteur privé.

(Cull et al. 2024) étudient cette dimension catalytique de la mobilisation, dans un cadre néoclassique avec une fonction de production qui dépend du capital humain, du capital physique (privé et public), et d'un facteur de productivité globale des facteurs. Le secteur privé investit dès lors que la productivité marginale du capital privé couvre le coût du capital et la dépréciation. Or, la productivité marginale du capital dépend du capital humain et physique (privé et public) disponible et de la productivité globale des facteurs. Lorsque

¹⁴ Les deux autres formes étant la mobilisation directe (la banque de développement recherche activement l'implication d'entités privées, qui apportent des financements aux conditions de marché pour un projet ou programme donné) et la mobilisation indirecte (lorsque le secteur privé décide d'intervenir dans le cadre d'opérations financées par les banques de développements sans que ces dernières jouent un rôle délibéré dans son intervention). Dans le cadre de la mobilisation dite « catalysée », l'intervention du secteur privé n'a pas de lien avec des opérations spécifiques des banques de développement.

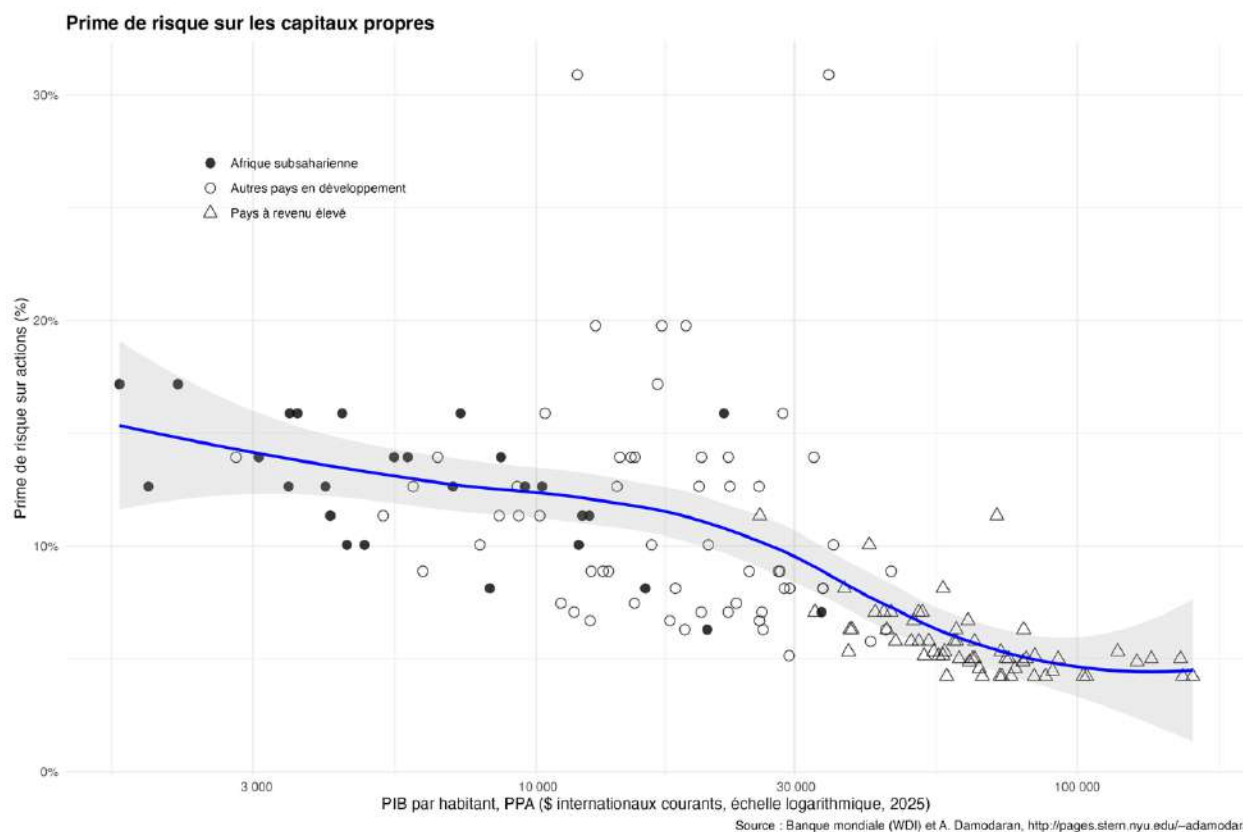
l'intervention publique (ici le financement des banques multilatérales de développement) agit sur ces facteurs, elle peut accroître la productivité marginale du capital et donc inciter le secteur privé à investir davantage. Les auteurs résument des travaux effectués à la Banque mondiale à partir d'une fonction de production de type Cobb-Douglas et de statistiques sur les stocks de capitaux privés et publics, qui trouvent qu'un dollar d'investissement financé par les banques multilatérales de développement peut catalyser entre 0.28 et 0.80 dollar d'investissement privé dans les pays à faible revenu, et entre 0.42 et 1.2 dollar dans les pays émergents¹⁵, résultat très modeste. Ce cadrage est certes indicatif et ne porte que sur la dimension catalytique de la mobilisation du capital privé, et ne documente pas le potentiel d'opérations de *derisking* ; mais il donne à réfléchir sur la capacité de générer les milliers de milliards nécessaires pour atteindre les ODD et fait peser l'essentiel des attentes sur les trois autres formes de mobilisation.

3.4. Mobilisation par réduction ciblée des risques et barrières à l'investissement

La seconde direction, plus directement liée au *derisking*, tient aux risques soit réels, soit perçus, auxquels le secteur privé est confronté et qui ne relèvent pas des risques de marché propres aux décisions privées et vise à améliorer les rendements ajustés pour le risque à l'aide d'instruments ou approches atténuant ces derniers. Il y a alors utilisation de fonds publics pour mobiliser des fonds privés, ce qui relève d'approches de financement mixte (*blended finance*).

¹⁵ Dans le papier de (Cull et al. 2024), l'effet d'un dollar d'investissement financé par les multilatéraux est proportionnel au rapport entre le capital privé et le capital public, ce qui explique qu'il soit plus important dans les pays émergents où ce ratio est plus élevé. Le climat d'investissement est intuitivement meilleur lorsque le capital privé est abondant par rapport au capital public.

Graphique 4: Primes de risque sur les capitaux propres



Or, ces risques sont particulièrement élevés dans les pays en développement, notamment les plus pauvres d'entre eux. Ils se traduisent par un coût moyen du capital sensiblement plus élevé que dans les pays développés, et en général inversement proportionnel au niveau de vie par habitant (Sweerts et al. 2019). Le graphique 4 montre ce phénomène pour l'une des composantes importantes du coût moyen du capital, à savoir la prime sur les capitaux propres (c'est-à-dire la différence de rendement requis entre un investissement en actions et un investissement sans risque)¹⁶. Ce graphique confirme que le coût du capital diffère sensiblement entre les pays et représente un handicap important dans les pays en développement, notamment dans les pays les plus pauvres, et, comme le graphique le montre bien, en Afrique subsaharienne (avec cependant une dispersion substantielle qui

¹⁶ Les données utilisées proviennent des travaux d'Aswath Damodaran à la Stern School of Business à New York University. Les primes de risque sont calculées en dollars des États-Unis. Pour ce pays, utilise pour le taux sans risque le taux des bons du Trésor, diminué du spread de défaut du pays (depuis la dégradation de la notation américaine par Moody's). Pour les autres pays, il ajoute une prime de risque calculée à partir du spread de défaut souverain et ajusté par la volatilité relative des actions par rapport aux obligations. Pour des explications détaillées, voir <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodari/>.

suggère l'importance de facteurs spécifiques aux pays, notamment la qualité de la gouvernance). Le domaine des énergies renouvelables en est un bon exemple : les coûts en fonds propres d'un investissement dans les pays en développement (UNDP 2013) représentent 18% des coûts, contre 10% dans les pays développés, et les coûts de la dette représentent 10% des coûts, contre 5% dans les pays développés. Au total, les coûts de l'éolien terrestre dans les pays en développement sont 40% supérieurs à ceux dans les pays développés, alors que cet écart n'est que de 6% pour le gaz, la différence étant due à l'intensité capitaliste plus élevée pour les énergies renouvelables.

Le coût du capital est l'un des pièges du retard de développement, puisqu'il se traduit par un coût du capital élevé qui freine toute dynamique de développement. Cela suggère que la nature des fonds disponibles est encore plus importante que leur volume : le déficit de financements, dans les pays pauvres, est en premier lieu un déficit de fonds propres et de capital risque. Comme l'a analysé Jean-Michel Severino¹⁷, ce n'est pas l'accent mis sur l'environnement des affaires, si important qu'il soit, qui va seul répondre au besoin de création entrepreneuriale du continent africain.

Plusieurs typologies sont possibles pour identifier et classer les risques auxquels font face les investisseurs dans les pays en développement. Mais on peut distinguer, sans que ce classement soit abouti, les classes de risques suivantes, qui peuvent interagir entre elles :

- Risque politique et institutionnel : changements de régime, coûts d'Etat, conflits ; risque d'expropriation et de nationalisation, modification soudaine des réglementations, corruption, défaillances institutionnelles. L'administration Trump renforce la dimension géopolitique de cette nature de risque, notamment liée dans des relations internationales endommagées, caractérisées par le protectionnisme, les sanctions, l'extraterritorialité. Le climat d'incertitude qui en résulte, en 2025 et 2026, peut accroître l'aversion au risque et amener les investisseurs à s'en tenir aux options alternatives dont ils disposent déjà avant de contempler de nouveaux investissements dans les pays en développement
- Risque macroéconomique : variabilité des taux de change ; inflation ; crises de la dette ; soutenabilité budgétaire. Ce risque est renforcé par la qualité souvent médiocre des données disponibles
- Risques financiers : sous-développement des marchés financiers locaux, accès à la liquidité, à la couverture ; asymétries d'information ; risques de contrepartie ; restrictions sur les mouvements de capitaux et le rapatriement des bénéfices ; conditions de sortie des investissements

¹⁷ Intervention lors du colloque du 20^{ème} anniversaire de la FERDI à Clermont-Ferrand, le 1^{er} février 2024. Voir aussi l'intervention de Fatoumata Ba lors de ce colloque sur le besoin de « dé-risquer » les jeunes pousses.

- Risques légaux et de conformité : incertitude juridique, protection de la propriété intellectuelle, exécution des contrats, risques de non-conformité
- Risques opérationnels : déficiences d'infrastructures ; pénurie de main d'œuvre qualifiée, vulnérabilité des chaînes d'approvisionnement, défis logistiques
- Risques environnementaux et sociaux : vulnérabilité aux catastrophes naturelles, changement climatique, tensions sociales, risques sanitaires
- Risques de marché : variabilité des prix des matières premières, faible taille des marchés, concurrence du secteur informel, obstacles administratifs aux importations et exportations.
- Il faut aussi ajouter à cette liste le risque spécifique lié aux technologies. L'intensité capitalistique élevée des investissements dans le développement des énergies renouvelables, par exemple, rend ce développement beaucoup plus sensible aux coûts de financements plus élevés que pour des usines de combustibles fossiles (Calcaterra et al. 2024)

A cette liste, on peut ajouter les risques de nature réputationnelle, qui peuvent être liés aux différents risques évoqués ci-dessus et peut en renforcer la perception. La réglementation prudentielle internationale pour les banques et les assurances impose aussi des exigences de capital plus élevées pour les investissements dans les pays en développement et peut freiner l'investissement dans ces pays. L'absence d'harmonisation réglementaire accroît également les coûts d'entrée et de conformité. Au-delà du traitement des risques, il y a donc également des enjeux réglementaires. .

3.5. *Promotion des investissements à impact*

Troisièmement, les ressources et savoir-faire du secteur privé peuvent être mis à contribution pour générer des externalités positives ou produire des biens publics, c'est-à-dire rechercher des impacts sociaux ou environnementaux. Les politiques réglementaires peuvent y contribuer, notamment par les obligations de transparence, de prise en compte des facteurs économiques, sociaux et de gouvernance (ESG) et de comptes-rendus des impacts ESG, ou encore par la clarification taxonomique de ces impacts et l'introduction de labels. Mais il est intéressant de réfléchir à l'apport de ressources publiques pour amener le secteur privé à produire ces impacts en garantissant un profil risque/rendement adéquat. L'adoption des ODD et la nécessité d'engager la transition énergétique, de lutter contre le réchauffement climatique et de protéger la biodiversité donnent à cette dimension une grande actualité. Mais l'accent mis sur les volumes de financement « mobilisés » ne doit pas détourner l'attention de ce qui compte vraiment dans cette approche, à savoir l'ampleur des impacts sociaux et environnementaux ainsi produits au regard du coût pour le contribuable. Or, l'effet de levier sur l'investissement privé est souvent compris comme le rapport entre

les fonds privés ainsi mobilisés et les fonds publics impliqués. Il faudrait plutôt rendre systématique les approches évaluatives et montrer comment l'argent public conduit, grâce à la mobilisation des fonds privés, aux impacts recherchés.

Cette catégorie peut paraître redondante, dans la mesure où le cadrage théorique précise que toute intervention publique doit avoir pour objectif un rendement social supérieur au rendement privé, ce qui suggère qu'un impact social (au sens large incluant la dimension environnementale) doit être recherché en contrepartie de l'utilisation de fonds publics pour soutenir des investissements privés. Cependant, il y a trois raisons d'en faire une catégorie séparée. La première tient à l'attention portée aux investissements dits « à impact » et à la problématique du réchauffement climatique, qui justifie que l'on observe séparément les actions qui y contribuent, et qui ont à y traiter des barrières spécifiques. La seconde est liée à l'intentionnalité de la recherche d'impact social ou environnemental, que l'on ne retrouve pas dans la dimension précédente. La troisième est que les impacts « sociaux » recherchés peuvent aussi être de nature essentiellement économique alors que les barrières aux investissements privés sont a priori insurmontables (ce qui fait que l'investissement ne relève pas de la logique de la précédente catégorie): (Collier 2013) justifie ainsi de subventionner l'investissement privé dans les petits pays insulaires (small isolated economies) parce que, du fait de la taille de leur marché, les investisseurs privés potentiels n'y investiront pas, alors que le rendement social de cet investissement justifie ce dernier (pour plusieurs raisons, notamment le fait que l'alternative est l'émigration). Comme ni le donneur d'aide, ni le gouvernement ne peuvent ni ne doivent se substituer à l'entrepreneur privé, il faut proposer des incitations à ce dernier.

De nombreux investissements sont à l'intersection entre le besoin d'alléger les barrières à l'investissement privé et la recherche d'impacts environnementaux spécifiques. C'est notamment le cas de la transition énergétique, qui pose des problèmes spécifiques dans les pays en développement. Elle relève aussi de la problématique des investissements pionniers que (Collier 2013) aborde dans le cas des petites économies insulaires. L'investissement privé pourra y être rentable une fois les marchés parvenus à maturité (si leur taille est suffisante), mais il ne l'est pas initialement. En matière d'énergies renouvelables, les bénéfices sociaux sont très supérieurs aux rendements privés accessibles aux investisseurs (Schwerhoff and Sy 2017). Mais il s'agit d'un secteur très capitalistique, avec des investissements initiaux élevés. Les marchés nationaux de capitaux ne sont pas suffisamment développés pour fournir les besoins en capital, et la cote de crédit des pays pauvres, en Afrique notamment, n'est pas suffisante pour attirer les investisseurs internationaux.

Il s'agit par ailleurs de marchés insuffisamment matures et insuffisamment connus des investisseurs. (Mazzucato 2017) note que l'approche traditionnelle de la vision des tâches entre public et privé omet souvent le rôle essentiel de la puissance publique dans la création et la croissance de nouveaux marchés. Il appelle à de nouvelles formes de coopération entre secteurs publics et privés dans lesquelles le *derisking* tient une place importante.

L'identification des impacts est au cœur de ces nouvelles formes de coopération, qui vont bien au-delà de la coopération entre secteurs publics et privés. (Deep et al. 2025) constatent que les financements disponibles pour le climat ne permettent que rarement de financer des projets d'infrastructure verte dans les pays en développement. Ces projets impliquent en effet des risques pays qui vont bien au-delà des risques globaux liés au climat. Les auteurs proposent de décomposer analytiquement ces projets en fonction de leur impact climatique ou développemental, et imaginent une solution financière innovante, le « Swap vert ». Grâce à ce mécanisme, les financements climat ne prendraient en charge que les surcoûts et risques additionnels attendant à la décarbonation de l'infrastructure (évalués au coût du capital international, plutôt qu'au coût du capital local, plus élevé), et percevraient les bénéfices climatiques du projet. L'infrastructure de base et les impacts développementaux mobiliseraient les ressources classiques du financement du développement.

4. Le *derisking* : définition et instruments

4.1. Le *derisking* comme forme d'intermédiation ciblée

Une définition large du *derisking*, inspirée par l'expérience des banques de développement, pourrait considérer que toute leur action depuis des décennies implique, d'une façon ou d'une autre, des améliorations du profil risque/rendement qui relèvent de *derisking*. Mais on perd alors l'intentionnalité que le terme implique en matière de mobilisation des financements privés. Or c'est une orientation importante des efforts de financement public du développement, qui mérite une attention particulière et spécifique.

Une définition stricte du *derisking* pourrait, à l'inverse, s'arrêter aux interventions publiques destinées à réduire ou transférer les risques auxquels font face les investisseurs privés et qui freinent ou empêchent leurs décisions d'investissement. Mais ce n'est pas suffisant, pour plusieurs raisons. D'une part, ce qui compte pour l'investisseur n'est pas le risque à proprement parler, mais le profil risque-rendement. Il n'y a pas vraiment de logique à proposer une gamme d'instruments se limitant au traitement des risques et à en faire un

concept spécifique¹⁸. D'autre part, la perception des risques compte probablement davantage que la réalité des risques. Certains considèrent que les investisseurs ont une vision erronée des risques concernant les pays en développement et les pays africains en particulier, et qu'ils surestiment largement ces risques¹⁹. Cela peut être pour différentes raisons, ayant trait à l'insuffisance de leurs connaissances ou de l'information disponible, ou pour des raisons à la Khaneman et Tversky (Kahneman and Tversky 1979) concernant l'asymétrie des situations à faible probabilité et coût élevé. Tenter de rapprocher la perception de la réalité, par exemple en améliorant l'information, fait naturellement partie du *derisking*.²⁰

Il semble cependant raisonnable de réserver le terme de *derisking* à la mobilisation directe et explicite de capitaux privés, c'est-à-dire l'utilisation d'instruments financiers susceptibles d'amener des investisseurs privés à investir dans des projets ou programmes dans des pays en développement. Cette intervention a pour principe de modifier le couple risque/rendement auquel fait face l'investisseur privé : il peut s'agir de partager ou réduire les risques, mais dans une acception large, on peut considérer que le *derisking* comprend aussi des actions de sources publiques qui, sans affecter le risque à proprement parler, garantissent un rendement suffisant. Ce n'est en effet pas le risque qui détermine les décisions d'investissements privés, mais le rendement (espéré) ajusté pour le risque. Le choix fait ici est donc d'inclure dans le *derisking* des interventions destinées à attirer le secteur privé en lui garantissant des rendements (ajustés par le risque) suffisants. Cela inclut par exemple le mixage de fonds publics et privés pour des investissements dont le rendement social est supérieur au rendement financier, et que les investisseurs privés ne seraient pas prêts à considérer spontanément.

Nous proposons donc de définir le *derisking* par le rôle actif d'intermédiation joué par les banques de développement publiques dans les projets, ensembles de projets ou programmes dans lesquels investit le secteur privé. Cette intermédiation fournit un ensemble de services financiers (au sens large, incluant l'information, l'analyse, ce qui concerne le risque et l'impact, et les innovations) qui modifie le profil risque/rendement perçu par les investisseurs privés et mobilise ainsi leur participation. Ces services sont

¹⁸ (Barder and Talbot 2015) recommandent d'ailleurs de subventionner les rendements (sous conditions de résultats) plutôt que de couvrir les risques.

¹⁹ Par exemple, (Fofack 2021)

²⁰ Notons cependant que la détermination que les primes de risque sur les pays en développement sont excessives repose souvent sur l'examen des performances passées, en les comparant avec les performances de rendement réalisées dans des géographiques considérées comme moins risquées. Mais le risque perçu par l'investisseur n'est pas seulement déterminé par l'expérience passée (surtout lorsqu'il s'agit de celle d'autres investisseurs), et la crainte liée soit à une méconnaissance des géographes soit à l'incertitude sur les évolutions à venir est une composante légitime du risque perçu.

fournis dans le cadre de l'analyse proposée ci-dessus, à savoir la recherche d'un rendement social supérieur au seul rendement privé, dans des cas où le rendement privé n'est pas suffisant pour que les investisseurs privés investissent. La perspective est donc celle de l'allocation optimale des ressources, du point de vue du rendement social.

Pour identifier ces différents services, il est utile, comme le recommande (Cull et al. 2024), de revenir à l'approche fonctionnelle de Robert Merton sur l'intermédiation financière (Merton 1995) : au lieu de penser l'intermédiation comme un ensemble d'institutions permettant aux différents acteurs de satisfaire leurs besoins de financement, il s'agit plutôt de la définir par ses fonctions économiques et de se demander comment remplir au mieux ces fonctions. Merton identifie 6 fonctions principales remplies par le système financier :

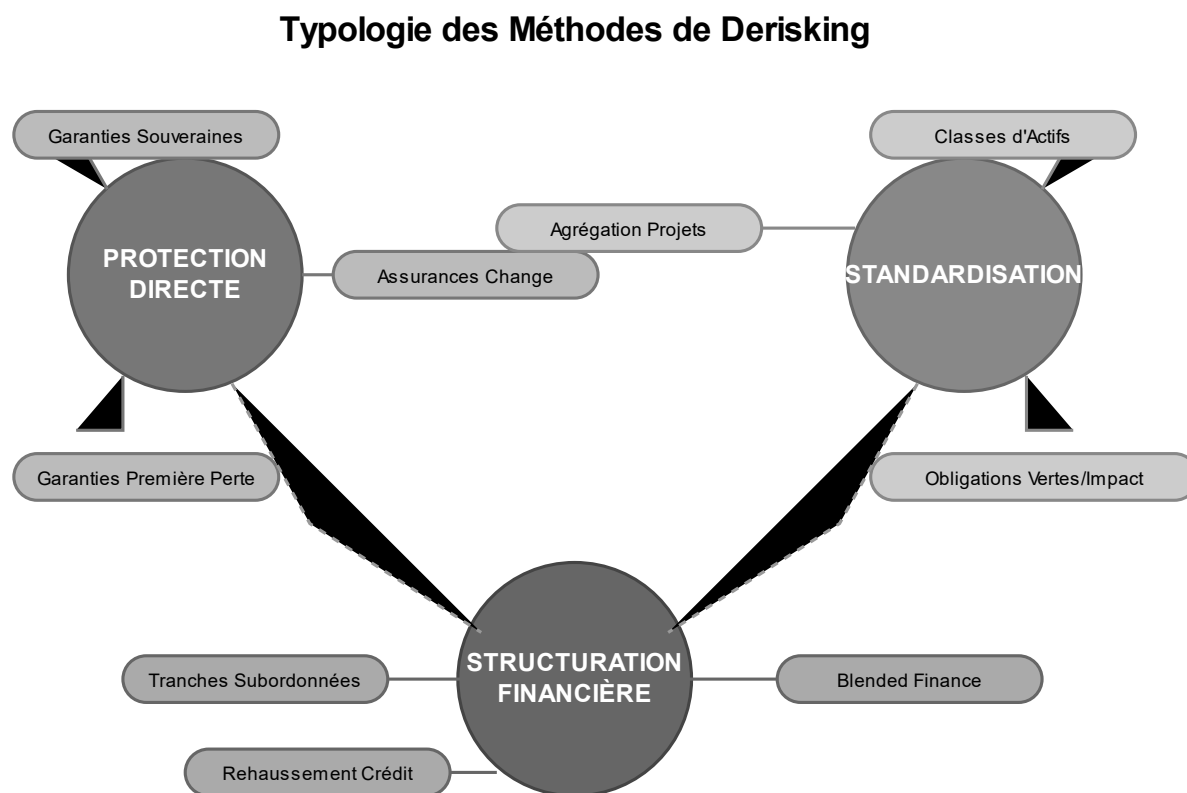
1. Fournir un système de paiement pour l'échange de biens et de services
2. Fournir un mécanisme pour la mise en commun de fonds afin d'entreprendre des projets à grande échelle indivisibles
3. Fournir un moyen de transférer des ressources économiques à travers le temps et entre différentes régions géographiques et industries
4. Fournir un moyen de gérer l'incertitude et de contrôler les risques
5. Fournir des informations de prix qui aident à coordonner la prise de décision décentralisée dans divers secteurs de l'économie
6. Fournir un moyen de faire face aux problèmes d'asymétrie d'information et d'incitation lorsqu'une partie à une transaction financière dispose d'informations que l'autre partie ne possède pas

Le *derisking* ne concerne pas seulement la fonction technique de gestion et contrôle des risques (fonction 4). Il implique toutes les fonctions de 2 à 6. Et ce sont ces fonctions qui conditionnent le choix des instruments utilisés pour « mobiliser le secteur privé ». D'ailleurs, ce concept de mobilisation du secteur privé n'est pas très signifiant : tous les fonds publics, d'une façon ou d'une autre, viennent eux-mêmes...du secteur privé, soit par emprunt soit par taxation. Son invocation résulte de l'accent essentiellement mis sur les volumes au détriment de la nature, de l'objectif et des impacts des actions engagées. Le *derisking* relève plutôt d'une intermédiation engagée vers la poursuite d'objectifs sociétaux clairement définis. Cela implique bien-sûr la recherche de volumes adéquats, mais cela ne doit pas être l'objectif premier.

4.2. Typologie des instruments de *derisking*

On peut classer les instruments de *derisking* en trois grandes catégories fonctionnelles, qui se recoupent partiellement et peuvent se combiner (graphique 5):

Graphique 5 : Typologie simplifiée des méthodes de derisking



- Les instruments directs de protection contre le risque, qui comprennent les garanties et assurances, y compris les assurances contre le risque politique²¹.
- Les approches de financements structurés, qui améliorent le profil risque/rendement et l'allocation des risques : elles comprennent différents mécanismes de financements mixtes combinant des capitaux publics et privés, la création de plusieurs tranches de crédit (tranches junior ou subordonnées absorbant les premières pertes, tranches senior, tranches mezzanine), et le rehaussement de crédit par le biais de garanties partielles.
- Les opérations de standardisation et de titrisation, qui consistent en la création de classes d'actifs standardisés (comme l'idée de penser les infrastructures comme une classe d'actifs), l'agrégation de projets ou de créances en portefeuille, ou

²¹ On parle souvent de garanties contre le risque politique (par exemple, les garanties proposées par MIGA), mais il s'agit le plus souvent d'assurances. Les deux termes sont souvent utilisés de façon interchangeable. Il y a des différences d'ordre technique. La garantie couvre un risque spécifique, avec une durée limitée ; l'assurance couvre des risques plus larges liés à des événements imprévus. La garantie engage le fournisseur de garantie et le service de garantie fourni est acheté *ex-ante* par le bénéficiaire. L'assurance engage l'assureur et l'assuré paie des primes régulières pour maintenir la couverture.

certain types d'obligations, par exemple les obligations vertes ou les actifs à impact. La standardisation peut aussi contribuer à l'efficacité de la réglementation et au contrôle des risques.

Ces différentes approches peuvent naturellement se combiner, ce qui peut conduire à des myriades d'innovations financières et d'instruments, à utiliser en fonction des risques à couvrir²².

4.3. Garanties

Les instruments directs sont principalement utilisés pour protéger les investisseurs privés dans le cadre de programmes ou projets contre des risques identifiés. Parmi ces instruments, l'un des plus connus, et reconnu pour son efficacité (pour mobiliser des capitaux privés, relativement aux autres instruments), est celui des garanties (Gabarcz et al. 2021; Blended Finance Taskforce 2023). Les institutions financières de développement n'ont vraiment commencé à les utiliser qu'à partir des années 1980. Une gamme complète de garanties existe dorénavant.

Une garantie met typiquement en jeu trois acteurs : l'emprunteur finançant un projet, l'investisseur investissant dans le projet et le garant, qui couvre, totalement ou partiellement, des risques spécifiques liés au projet. L'investisseur et l'emprunteur sont liés par un contrat de financement ; le garant et l'emprunteur par un accord permettant le recours par le garant sur l'emprunteur en cas de sinistre, et le garant et l'investisseur sont liés par le contrat de garantie.

Le financement du développement utilise principalement trois types de garanties (Blended Finance Taskforce 2023) :

- Des garanties de crédit, produits de rehaussement de crédit (de diminution de risque de crédit) qui protègent (partiellement ou totalement) le prêteur contre le non-paiement de la dette ;
- Des garanties de risque politique, qui protègent l'investisseur (en général partiellement) contre des risques politiques prédéfinis ;
- Des garanties de change, produits de couverture contre le risque de change. Le principal fournisseur de telles garanties est le fonds TCX.

Les garanties et assurances peuvent être fournies par des acteurs privés, mais leur coût, lorsqu'il s'agit de financer les pays en développement, peut être prohibitif. Les principaux

²² (Venugopal and Srivastava 2012) proposent une analyse très détaillée des risques pesant sur les marchés bas-carbone et des instruments et mécanismes permettant d'atténuer ces risques pour faciliter les investissements privés.

fournisseurs publics de garanties comprennent les institutions financières multilatérales (le groupe de la Banque mondiale, les institutions financières de développement (DFIs), les banques régionales de développement), les agences de développement bilatérales, et les agences de crédit export. Les principales banques de développement multilatérales ont mis en place des instruments de garantie depuis les années 1980, notamment le groupe de la Banque mondiale (MIGA, IDA, IFC), la Banque interaméricaine de développement (IDB), la Banque européenne de reconstruction et développement (EBRD), la Banque asiatique de développement, la Banque africaine de développement (AfDB), la Banque européenne de développement (BEI). Des Fonds ou facilités de garantie spécialisés ont également été mises en place, comme GuarantCo (2005), InfraCredit, ou le Fonds Africain de Garanties (AGF) (Gabarcz et al. 2021).

Parmi ces différentes garanties, l'assurance contre le risque politique joue un rôle important, car les différentes composantes de ce risque sont en général citées comme les barrières les plus sérieuses pénalisant l'investissement privé dans les pays en développement. Dans ce domaine, la Banque mondiale joue un rôle essentiel, qui se comprend d'ailleurs du fait de son statut d'organisation multilatérale, permettant à la fois de faire participer les différents gouvernements des pays membres à la couverture générale du risque et de diversifier ce dernier. Comme nous l'avons souligné, dès la mise en place de la Banque mondiale après la seconde guerre mondiale, l'idée de proposer des garanties à l'investissement privé faisait partie des débats sur le financement des besoins de reconstruction. L'instrument principal de la Banque mondiale pour encourager les flux privés de capitaux (vers les pays en développement ou les pays développés, puisque les statuts de la Banque ne font pas la différence) devait être la garantie « de prêts ou autres investissements faits par les investisseurs privés » (art.I(ii) des statuts) (Mason and Asher 1973). Mais la mise en place d'instruments publics de garantie, y compris au sein du groupe de la Banque mondiale, a pris plusieurs décennies. Dans les années 1950, des projets d'établir des instruments d'assurance internationale administrés par la Banque mondiale sont débattus, mais la Banque craint d'être prise en étau entre d'une part le besoin de discipliner ses « clients », voire de faire pression sur eux en cas de déclenchement des garanties, et celui de les soutenir dans leur développement (Mason and Asher 1973). Cependant, les nationalisations et expropriations dans plusieurs pays en développement soulignent l'importance des risques politiques auxquels les investisseurs font face. Plusieurs projets et propositions pour la mise en place de garanties de risque politique sont discutés. En 1968, la Commission Pearson (Pearson Commission (Commission on International Development) 1969) note l'existence dans certains pays industrialisés d'assurance-crédit protégeant les entreprises exportatrices, et recommande (pp. 108-109) l'extension de ce système et la mise en place d'un mécanisme multilatéral d'assurance de l'investissement. Les discussions

postérieures achoppent initialement sur le partage des pertes et les coûts administratifs. C'est finalement en 1988 que MIGA est mise en place.

MIGA fournit deux grands types de produits. Le produit « historique » est l'assurance contre le risque politique (PRI) qui couvre les restrictions sur les transferts, l'inconvertibilité de la monnaie, l'expropriation, la guerre et les désordres civils, la rupture de contrats (sous condition, après recours juridique).

En 2009, après la crise financière mondiale, MIGA a introduit un deuxième produit de couverture, appelé « Non-Honoring of Financial Obligations » (NHFO), produit de rehaussement de crédit qui couvre le risque de ne pas voir honorer les engagements souverains (ou sous-souverains, ou ceux des entreprises publiques), protégeant ainsi un investisseur ou un prêteur du non-paiement des sommes dues. Il fournit une couverture plus immédiate que PRI, et offre une protection à première demande, sans recours juridique préalable. Il répond ainsi mieux à la demande des investisseurs et prêteurs, et a permis d'accroître substantiellement l'activité de MIGA.

Les garanties de première perte jouent également un rôle très important pour encourager l'investissement privé, absorbant les premières pertes d'un portefeuille.

En ce qui concerne les assurances contre le risque de change, le principal fournisseur est le fonds TCX, qui offre des couvertures contre ce risque dans des marchés où les produits de couverture ne sont pas disponibles.

4.4. Autres instruments

Les autres catégories d'instruments reflètent davantage des approches que des instruments spécifiques. La structuration financière permet de hiérarchiser et distribuer les risques par catégorie d'investisseurs et de monter des financements structurés combinant fonds publics et fonds privés (finance mixte ou « *blended finance* »). Elle peut inclure des garanties partielles pour rehausser le crédit, et repose le plus souvent sur la segmentation des risques au moyen de tranches de séniorité variable. Les tranches de dette junior absorbent les premières pertes, permettant ainsi la protection d'investisseurs seniors.

La standardisation a pour but d'harmoniser les cadres d'investissement, ce qui permet de communiquer de façon efficace sur la classification des risques (en garantissant le sérieux et la crédibilité de cette classification) et de sécuriser les investissements pour des investisseurs n'ayant pas d'autres sources d'information sur les investissements concernés. C'est une démarche qui par certains aspects ressemble à de la certification. Elle permet par exemple de définir des types d'investissements à impact (par exemple, les fonds climats, les obligations vertes).

Elle permet aussi de regrouper des projets de petite taille, proposant des titres bénéficiant déjà d'une certaine diversification des risques, fondés sur une démarche de choix de projet crédible (sur la base de critères standardisés), donnant ainsi aux investisseurs un signal de sérieux, et suscitant leur intérêt alors qu'ils n'interviendraient pas sur les petits projets eux-mêmes. C'est la démarche mentionnée ci-dessus pour les infrastructures, ou pour la protection de la nature. Cette standardisation permet et implique par ailleurs un *derisking* réglementaire pour diminuer ou au moins harmoniser les barrières à l'investissement. Cela inclut l'harmonisation des normes de comptes-rendus, l'alignement sur les taxonomies internationales, l'adaptation des réglementations prudentielles pour mieux intégrer l'effet des garanties publiques sur le risque réel des investissements.

Elle est aussi employée pour mobiliser des financements pour le climat. Lors de la réunion de Davos en 2025, le directeur de l'institut de finance du développement de Morgan Chase a recommandé l'extension de cette approche pour le financement du développement, en définissant ce dernier comme une classe d'actifs (Mahtafar 2025). Mais c'est bien déjà ce que font indirectement les obligations émises par les organisations multilatérales ou les banques de développement des pays donneurs, à la différence que ces obligations sont gagées sur l'ensemble de leur portefeuille.

4.5. Efficacité comparée des instruments

Les garanties représentent de l'ordre de 5% des opérations des banques multilatérales de développement, mais 45% de leur mobilisation totale de ressources privées (Cull et al. 2024), ce qui témoigne de l'efficacité relative des instruments de garantie. Ce résultat est confirmé par les études de la taskforce sur les financements mixtes (Blended Finance Taskforce 2023) : les garanties y apparaissent comme plus performantes, avec un potentiel de mobilisation de financements privés de l'ordre de 150% (1 dollar de financement public mobilise 1,5 dollar de fonds privés, contre 25% pour les prêts et participations en fonds propre, et 33% pour les lignes de crédit. Ce sont aussi des instruments financièrement efficaces (sur la base des événements passés), puisque les provisions pour pertes attendues dans le cadre des garanties sont typiquement plus élevées que les sinistres par un facteur entre 7 et 20.

(Cull et al. 2024) souligne cependant le potentiel de mobilisation plus important des contrats sur les marchés des capitaux, sur lesquels des formes de « contrats financiers durables » (des obligations, des fonds verts, des marchés volontaires de carbone) sont devenus des véhicules importants de mobilisation d'investissements privés dans le domaine du climat. Le marché financier durable aurait ainsi dépassé 6000 milliards de

dollars en 2022²³. Mais l'efficacité de l'approche dépend de la capacité à définir des normes globales solides pour éviter l'écoblanchiment (« greenwashing »).

5. Bilan quantitatif

5.1. Un bilan quantitatif décevant

Malgré un mot d'ordre (*from billions to trillions*) populaire et mobilisateur, les résultats quantitatifs ne sont pas au rendez-vous (Le Houérou and Lankes 2023). D'après le rapport 2023 de la taskforce sur les financements mixtes (Blended Finance Taskforce 2023), les banques de développement multilatérales mobilisent, par exemple, moins de 30 cents de capital privé pour chaque dollar public investi dans le climat. Même les institutions de financement du développement privé (les DFIs) font à peine mieux, dépassant rarement 1 dollar mobilisé pour 1 dollar investi.

L'intérêt du secteur privé international pour des investissements dans les pays en développement peut aussi par exemple se jauger à travers les flux d'investissement direct étranger entrants dans ces pays. Le graphique 6 en montre l'évolution.

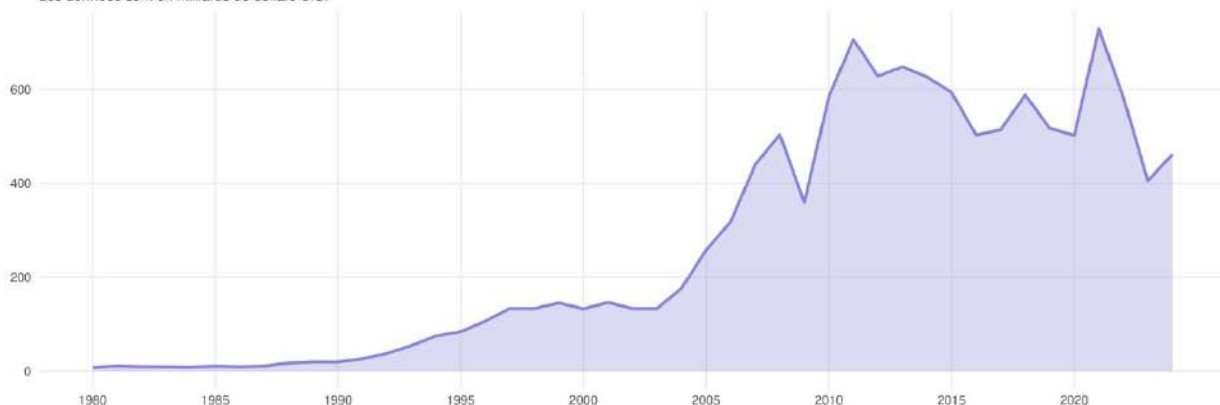
²³ D'après la Banque mondiale (The World Bank 2025), 27 pays émergents représentaient 2,7% de ce total. Les pays émergents et en développement sont sous-représentés dans les émissions globales d'obligations durables.

Graphique 6

Flux d'IDE entrants vers les pays en développement (1980-2024)

Flux d'IDE entrants vers les pays en développement (1980-2024)

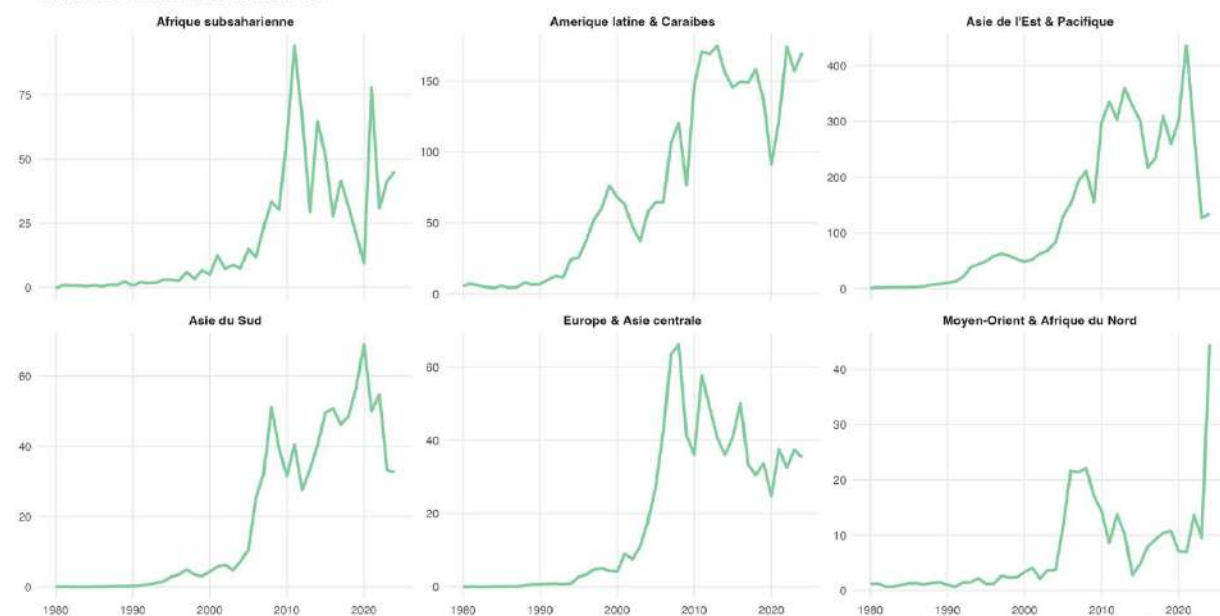
Echantillon harmonisé de 103 pays avec données disponibles en 2024
Les données sont en milliards de dollars U.S.



Source : Fonds Monétaire International, Balance des paiements (BOP), data.imf.org

Flux d'IDE par région en développement (1980-2024)

Utilisant un échantillon de pays constant avec données disponibles en 2024
Les données sont en milliards de dollars U.S.



Source : Fonds Monétaire International, Balance des paiements (BOP), data.imf.org

Loin d'augmenter, ces flux, dans toutes les régions en développement, se sont, au-delà d'une variabilité importante notamment liée à celle des prix des matières premières, plutôt tassés ou ont clairement baissé depuis les années 2010, l'année 2023 marquant une forte baisse. Ils avaient fortement progressé dans les années 1990 et 2000.

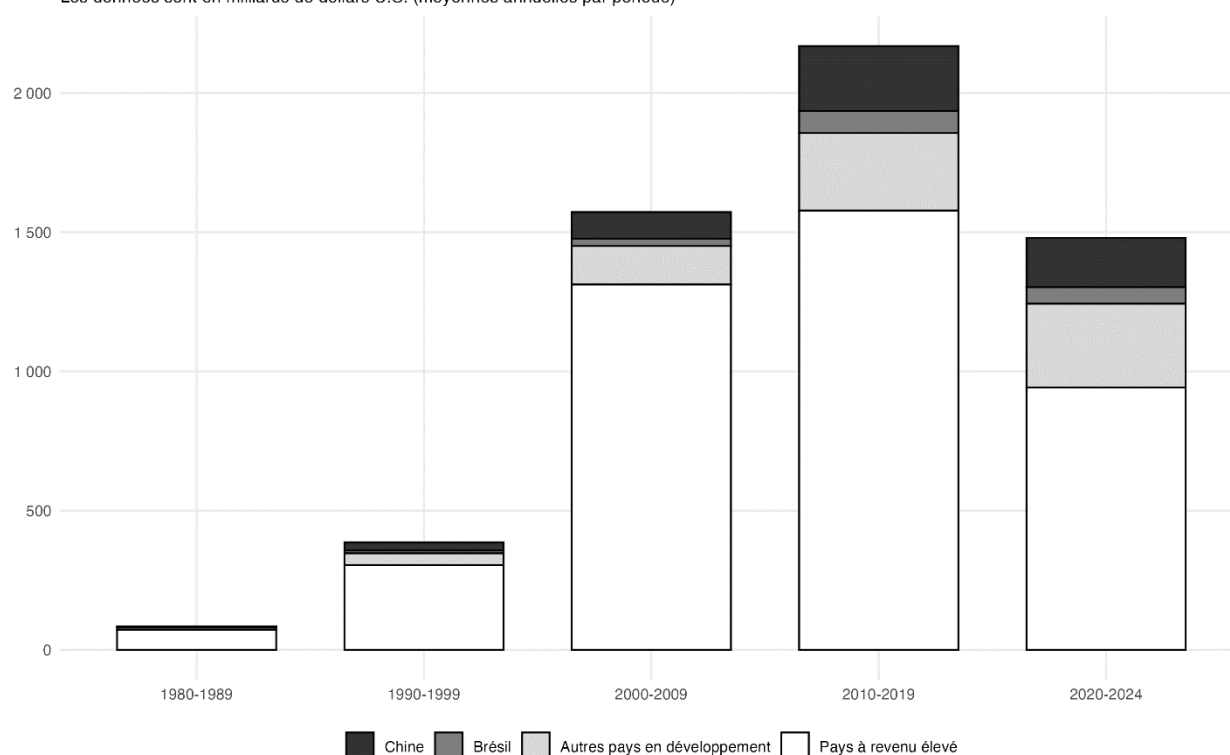
En outre, les investissements directs étrangers sont très concentrés sur quelques pays, notamment la Chine et le Brésil comme le montre le graphique 7. Les dix principaux pays en

développement receveurs d'investissements directs étrangers en 2023²⁴ ont reçu cette année-là plus des 2/3 des investissements directs étrangers à destination des pays en développement.

Graphique 7

Flux moyens annuels d'IDE entrants par groupe de pays

Echantillon harmonisé de 103 pays en développement avec données en 2024
Les données sont en milliards de dollars U.S. (moyennes annuelles par période)



Source : Fonds Monétaire International, Balance des paiements (BOP), data.imf.org

Ces données suggèrent que deux questions reliées mais différentes se posent : comment mobiliser le secteur privé pour le financement du développement en général, et comment l'attirer vers des géographies mal servies, notamment les pays à faible revenu et les pays fragiles. Une troisième question, très pertinente dans le contexte des ODD, du réchauffement climatique et de la transition énergétique est celle de l'orientation sectorielle des financements privés – en particulier vers le financement des biens publics mondiaux.

Le bilan macro-financier des différentes initiatives et instruments – tel qu'il ressort de l'effet de levier généré, est donc très en deçà des attentes.

²⁴ Il s'agit dans l'ordre (en 2023) du Brésil, de la Chine, du Mexique, de l'Inde, de l'Argentine, de l'Indonésie, du Vietnam, de la Colombie, de la Turquie et de l'Égypte.

6. Les limites de l'idée

Certes, les trillions existent. Mais l'idée que de tels volumes puissent être facilement réalloués par des opérations de *derisking* dans des pays en développement n'a pas de sens. Sans mentionner les limites dues à l'environnement des affaires, des institutions et des politiques publiques dans les pays à faible revenu ou en situation de fragilité (puisque l'un des objectifs du *derisking* est aussi de proposer des solutions dans ces environnements), on peut noter quatre sortes de limites : le cadrage macroéconomique, l'insuffisance des pipelines de projets, les coûts d'intermédiation, des obstacles internes aux agences de financement du développement, et une culture insuffisante de mesure des risques et des impacts.

6.1. Faible plausibilité macroéconomique

Cette idée paraît déjà incongrue sur le plan macroéconomique.

Tableau 1

Épargne et investissement en 2025				
Région	Épargne (Md \$)	Investissement (Md \$)	Taux d'épargne (%)	Taux d'investissement (%)
Chine	8,345	7,616	42.5	38.8
Asie de l'Est et Pacifique (hors Chine)	1,015	979	27.4	26.5
Asie du Sud	1,492	1,536	30.7	31.6
Amérique latine et Caraïbes	1,110	1,191	17.5	18.7
Moyen-Orient et Afrique du Nord	413	439	24.6	26.1
Europe et Asie centrale	705	793	25.0	28.1
Afrique subsaharienne	368	392	16.8	17.9
Total pays en développement	13,447	12,947	32.6	31.4
Pays à revenu élevé	17,239	17,300	22.5	22.6

Source : Fonds monétaire international, World Economic Outlook (données de juillet 2026)

Le tableau ci-dessus donne, pour différentes régions en développement et pour les pays à revenu élevé en comparaison, les volumes (estimations en milliards de dollars) et taux (estimations, en pourcentage du PIB) d'épargne nationale et d'investissement (formation brute de capital fixe) en 2025. Il montre que, pour l'ensemble des pays en développement, des trillions (milliers de milliards) sont déjà investis et épargnés. Diriger de nouveaux trillions vers ces pays pose au moins trois séries de questions. Au détriment de quels emplois (qui représentent autant d'alternatives connues pour les investisseurs privés) ces fonds seraient-ils dégagés et comment? Où sont les investissements susceptibles d'être ainsi financés? Comment gérer les retombées macroéconomiques considérables qu'un tel afflux de financements provoquerait dans les pays en développement (puisque'il est de l'ordre de grandeur des flux d'épargne et d'investissements existants), sur l'inflation, les taux

de change et l'endettement. La perspective manque totalement de crédibilité du fait du bouleversement que sa concrétisation entraînerait.

6.2. Des pipelines de projets insuffisamment nourris

Les faiblesses des pipelines de projets font d'ailleurs l'objet de commentaires récurrents pour expliquer la relative faiblesse des volumes de fonds privés internationaux mobilisés. L'approche quantitative fait l'impasse sur ces difficultés. Parler de « besoins » à financer et les estimer suppose la question du pipeline de projets – c'est-à-dire des moyens concrets, crédibles et robustes, de satisfaire les besoins – résolue. Or ce n'est pas le cas, et c'est même l'une des faiblesses les plus criantes dans les pays en développement.

6.3. Des coûts de transaction élevés

Structurer des produits financiers adaptés à des besoins spécifiques d'intermédiation prend du temps et nécessite des compétences et des ressources. A l'étude technique des projets s'ajoute celle des risques et des impacts attendus. La négociation entre les différentes parties prenantes prend ensuite beaucoup de temps. Puis il faut finaliser les accords contractuels et les différents partenariats.

Nous avons cité plus haut les exemples du projet *Room2Run* et du fonds ILX : il a fallu près de 4 ans pour mettre en place le montage financier de *Room2Run*, et 5 ans pour lancer le fonds ILX. Pour passer à l'échelle, il faut bien davantage d'exemples, permettant de mieux connaître les différentes étapes et approches, si possible de les formaliser pour standardiser le plus possible différents produits et montages adaptés. Tant que la logique est celle de l'innovation, les coûts de transaction seront élevés. C'est une étape normale et nécessaire, mais qui relativise les ambitions quantitatives de la mobilisation des financements privés. D'une certaine façon, la quantité, qui permettra des économies d'échelle, est nécessaire à la qualité, ce qui relativise la critique de l'approche volumétrique présentée ici.

Les coûts de transaction pénalisent aussi la demande pour de tels produits, qui apparaissent complexes et sont souvent mal compris.

6.4. Des obstacles internes

En dépit de l'effervescence et des innovations récentes autour de la mobilisation des capitaux privés, plusieurs obstacles internes aux banques multilatérales de développement freinent le développement des instruments de *derisking*. De tels instruments existent depuis longtemps, mais ils sont relativement peu utilisés. C'est notamment le cas des garanties, en dépit de leur efficacité reconnue (Choi and Laxton 2023). Nancy Lee (Lee 2025) note que de faibles volumes d'aides, moins de 1% du montant total d'aide publique au développement

en 2022 (soit 2,5 milliards de dollars) ont été consacrés à la mise en place de financements mixtes. On peut y voir plusieurs raisons.

Tout d’abord, la position des actionnaires des banques de développement (multilatérales et bilatérales) est parfois ambiguë, entre le conservatisme nécessaire au maintien de la cote de crédit (AAA pour la Banque mondiale) et le souci d’innover et de répondre aux besoins, ce qui nécessite une prise de risques. Nous avons d’ailleurs vu que plusieurs exemples d’approches de *derisking* consistaient pour les banques de développement à décharger leurs risques. Comme le note Nancy Lee, l’exigence d’additionalité dans la mobilisation du secteur privé implique que les banques de développement soient prêtes à prendre davantage de risques puisque le secteur privé ne les prendrait pas.

Deuxièmement, la structure d’incitations ne pousse en général pas les équipes à sortir des sentiers battus et prendre le temps d’innover en recherchant des montages sur-mesure. Des efforts importants ont été faits, notamment dans les institutions publiques, bilatérales et multilatérales, de financement du secteur privé (les DFIs), et dans le cadre d’approches spécifiques comme la PSW mise en place à la Banque mondiale. Mais on retrouve la tension entre le souhait de passer à l’échelle, et une routine institutionnelle qui n’est pas encore suffisamment alignée. Les compétences en matière de structuration de financements sont aussi peu répandues et concentrées dans certains départements ou filiales. Toutes les composantes des banques de développement ne sont pas alignées derrière l’objectif de mobilisation du secteur privé²⁵.

Troisièmement, les règles comptables créent parfois des obstacles au passage à l’échelle. Les garanties, par exemples, sont comptabilisées, pour ceux qui les proposent, de la même façon que les prêts – alors que les sinistres qui les déclenchent sont moins nombreux que les défauts sur les prêts. Leur utilisation concurrence les prêts alors qu’elles n’apportent pas des ressources financières équivalentes, ce qui agit comme une désincitation à leur utilisation (Pereira Dos Santos and Kearney 2018). En outre, jusqu’en 2023, les garanties n’étaient pas comptabilisées au titre de l’aide publique au développement (APD) lors de leur émission, seuls les montants effectivement appelés pouvaient l’être, ce qui n’incitait pas les agences d’aide à faire des garanties, puisque cela ne contribuait pas à l’effort d’APD. Depuis 2023, les instruments de financement au titre de l’APD sont désormais comptabilisés en « équivalent-don », et un accord technique est intervenu sur les modalités de calcul de l’élément-don inclus dans une garantie dès son émission (OECD Development Co-operation Directorate 2024). Cette réforme ôte un obstacle comptable au développement

²⁵ En ce qui concerne le groupe de la Banque mondiale, où la BIRD, IDA, la SFI et MIGA sont impliquées dans les opérations de mobilisation du secteur privé, voir par exemple les évaluations de cette mobilisation faites par le groupe indépendant d’évaluation (World Bank 2021)

des garanties, qui peuvent dorénavant alimenter l'APD. Mais les hypothèses techniques retenues pour les calculs peuvent toujours faire l'objet de débats.

Enfin, comme mentionné ci-dessus, les contraintes prudentielles pénalisent les innovations de *derisking* dans la mesure où elles ne tiennent pas compte de la réduction effective des risques après atténuation par les instruments de *derisking* (garanties).

6.5. Une culture du risque et de l'impact à mettre en place

La raison d'être du *derisking* est la participation plus active du secteur privé à la génération d'un rendement social supérieur au rendement privé. Cela suppose une culture partenariale entre le privé et le public qui est encore insuffisante, tant il est commun d'opposer les deux. Cela nécessite aussi une culture financière développée, pour identifier et analyser les risques, pour organiser leur allocation efficace aux parties prenantes susceptibles de mieux les porter. Cela suppose également une attention accrue et précise, systématique, aux impacts non seulement économiques et financiers, mais également sociétaux, avec la capacité de les prévoir et de les suivre, et un dépassement de la mesure quantitative des volumes par des mesures, quantitatives et qualitatives, d'impact²⁶. Enfin, il faut éviter le risque d'une capture des enjeux développementaux par les intérêts des détenteurs de capital, ce qui suppose des informations et décisions transparentes, l'annonce des rendements sociaux attendus et le suivi de leur réalisation et une attention soutenue à la question, difficile à mesurer empiriquement, de l'additionalité.

7. Un potentiel réel, à développer et maîtriser

Il n'est pas fécond de juger du *derisking* sur la base de l'échec quantitatif du mot d'ordre « from billions to trillions » ou en lui donnant le rôle de combler un écart de financement (Lee 2017; Cull et al. 2024). Bien que le bilan volumétrique paraisse très limité par rapport aux objectifs fixés (les « trillions »), les institutions de financement du développement, tant multilatérales que bilatérales, sont parvenues à mobiliser des financements privés à l'aide d'instruments variés d'atténuation des risques, et à générer des impacts sociaux à partir d'investissements privés.

²⁶ Le partenariat global public-privé « Global Partnership for Effective Development Co-Operation » (GPEDC) a conduit une étude sur 919 projets de développement impliquant bailleurs de fonds publics et secteur privé dans quatre pays en développement pour la période 2017-2018. Cette étude a trouvé que seuls 17% des projets examinés incluaient un cadre de suivi spécifique au projet, que seuls 4% des projets servaient des zones rurales, sous-équipées ou éloignées, et que 4% d'entre eux avaient pour objectif de bénéficier aux femmes, et 5% celui de servir les populations les plus pauvres (GPEDC 2019).

7.1. La mobilisation, cela marche

Beaucoup d'exemples récents confirment la possibilité et l'intérêt de mobiliser les financements privés. C'est notamment le cas pour les projets d'énergie renouvelables dans les pays en développement, où nous avons souligné les risques importants pénalisant l'investissement et l'intérêt du *derisking*. Par exemple, les interventions du Foreign, Commonwealth & Development Office (FCDO) en République démocratique du Congo ont permis de développer le marché des énergies renouvelables en réduisant les risques d'investissement (Oxford Policy Management 2020). On peut aussi mentionner la facilité de *derisking* mise en œuvre par le PNUD, l'ONUDI et UNCDF dans le cadre du financement intégré pour les énergies durables à Madagascar, pour lutter contre une dépendance accrue aux combustibles fossiles. (UNDP 2024). Cette facilité permet l'accès à des prêts concessionnels, des garanties et des subventions conditionnées par les performances, à destination d'entreprises privées de petite et moyenne taille, prêtes à investir mais contraintes par l'accès aux ressources financières. Le financement du secteur privé paraît primordial pour augmenter les investissements dans les énergies renouvelables. Le défi du *derisking* consiste à concevoir un portefeuille d'instruments d'action publique susceptibles de mobiliser de façon rentable les investissements privés (UNDP 2013).

7.2. Un nouveau paradigme public/privé

Le *derisking* fonctionne dès lors que l'on remplace les objectifs quantitatifs, irréalistes et peu pertinents, par des objectifs de substance et de développement (Mazzucato 2017). Ces objectifs sont à définir à partir du rendement sociétal espéré : ce sont des objectifs d'impact environnemental et social, qui peuvent être formulés à partir des ODD, adoptés à l'unanimité par l'Assemblée Générale des Nations Unies. Ils doivent être déclinés pour chaque opération impliquant du *derisking*. Le rôle de la mesure d'impact est essentiel, à la fois pour spécifier comment chaque opération peut atteindre tel ou tel objectif et pour tester des approches innovantes et apprendre comment élaborer des projets dans lesquels le secteur privé et le secteur public ont leurs places.

De même que l'approche quantitative est très insuffisante pour justifier le *derisking*, il n'est pas non plus destiné à économiser des fonds publics. Beaucoup des ODD requièrent des investissements publics importants, auxquels les financements privés ne peuvent se substituer.

Mais l'approche du *derisking* va bien au-delà. On peut l'interpréter comme une nouvelle phase dans la compréhension des rôles respectifs de l'État et du secteur privé dans l'économie. Il s'agit de passer d'une approche essentiellement gouvernée par l'idée de division du travail et répartition des rôles, typique d'un capitalisme libéral qui a besoin de renouveau, à une approche beaucoup plus partenariale, qui reconnaît que chaque

investissement, privé ou public, a un impact économique et social, qui investit dans la compréhension de cet impact, qui comprend que les acteurs privés recherchent le rendement financier, qui cartographie précisément les risques des investissements privés dans les différentes géographies, et qui construit la relation public/privé pour maximiser le rendement social. Il s'agit donc d'une approche prometteuse et féconde, à laquelle le mot d'ordre « des billions aux trillions » ne rend pas justice parce qu'il noie son potentiel derrière une façade quantitative illusoire. Il s'agit en quelque sorte de fonder un nouveau partenariat public-privé sur la base non pas du profil risque/rendement financier, mais sur celle du profil risque/rendement social.

Cette vision du *derisking* renouvelle la politique publique au-delà de la correction de défaillances de marché. Il s'agit aussi, comme dans le cas des énergies renouvelables, de créer et faire croître de nouveaux marchés qui produiront des biens à fort rendement social et serviront de base à de nouveaux investissements privés. Dans la même ligne, (Mazzucato 2017) propose de mettre en place une « politique d'innovation orientée par la mission », dans laquelle secteurs public et privé coopèrent autour de projets communs ambitieux contribuant au bien public. La « mission » est ici le résultat de visions conjointes, élaborées par les acteurs publics et privés (et les sociétés civiles), de la création de richesses sociales et de la façon de répartir les risques et la valeur qui en résultent.

Certains, par exemple (Gabor 2023; Gabor and Sylla 2023), craignent que la mise en place d'un tel « État du *derisking* »²⁷ définisse une relation État-Capital dans laquelle les intérêts du capital dominant (y compris dans la définition des biens sociaux) et que le *derisking* ne disciplinera pas suffisamment le capital, les conditions posées par l'État à la garantie de rentabilité finissant par être diluées²⁸. D'autres (Bayliss et al. 2020) objectent aussi que l'utilisation des ressources de l'aide au développement pour atténuer les risques et contribuer à la rentabilité des investissements privés peut privilégier les perspectives des investisseurs privés au détriment des résultats en termes de développement, et peut aussi conduire à utiliser des fonds publics pour le bénéfice d'actionnaires privés au détriment de secteurs et régions en développement où ces fonds seraient davantage nécessaires. Ce sont des arguments sérieux – une fois dépouillés d'une connotation idéologique évidente. Ils confirment que les approches de *derisking* nécessitent d'importants efforts de

²⁷ (Gabor and Sylla 2023) parlent de « *Derisking Developmentalism* » pour dénoncer un paradigme faisant le jeu des détenteurs de capital, à partir d'une critique de l'initiative Namibienne (en 2022) de créer un fonds public pour soutenir les investissements dans l'hydrogène vert.

²⁸ La géographe Emma Mawdsley va plus loin (Mawdsley 2018) et considère que le *derisking* est une nouvelle étape, au-delà de l'approche du développement tiré par le secteur privé, vers la financiarisation du développement au détriment d'une compréhension approfondie de ce dernier, et constate que les donateurs d'aide poursuivent la stratégie du *derisking* sans se préoccuper des menaces qu'implique ce mouvement de financiarisation.

conception, préparation, définition des objectifs sociaux poursuivis, transparence et débat. Mais on peut aussi objecter que la situation présente n'est guère plus favorable au rendement social (incluant le bien-être social, l'environnement, et le climat). C'est une raison pour poursuivre dans la voie du *derisking*, sans en faire la panacée.

8. Conclusion

Au terme de cette discussion, nous résumons les principaux messages :

1. Le *derisking*, conçu comme l'ingénierie de l'intermédiation entre les acteurs publics de financement du développement et les investisseurs privés, est une approche utile et nécessaire pour augmenter le rendement social des fonds publics et privés. L'échec patent du mot d'ordre « from billions to trillions » au regard des fonds privés mobilisés n'est pas celui du *derisking*, mais plutôt celui d'une fixation d'objectifs à fins de communication et sans fondement réaliste. Il s'agit certes de mobiliser les volumes les plus importants possibles de fonds privés avec la contribution publique la plus faible (effet de levier), mais fixer des objectifs irréalistes est contre-productif et abîme l'essence même de l'idée.
2. En effet, son utilité ne répond pas uniquement à une logique quantitative, et il n'est pas fécond d'en décréter l'échec parce que les volumes de fonds privés mobilisés sont très en-deçà des objectifs. L'utilité du *derisking* se définit par l'impact sociétal additionnel qu'il permet de générer par rapport à la seule utilisation de fonds publics. Beaucoup d'efforts sont encore nécessaires pour formaliser et standardiser la définition et la mesure de cet impact, pour faire du *derisking* une approche féconde renouvelant la pratique de l'aide au développement. Les ODD fournissent un cadre prescriptif et statistique permettant de mieux appréhender les objectifs économiques et sociaux.
3. Le *derisking* correspond à une nouvelle conception et une nouvelle pratique de la complémentarité entre public et privé reposant sur la relation entre le rendement social et le rendement privé. La montée en puissance de la problématique des biens publics mondiaux, mais aussi la préoccupation croissance autour des questions d'inégalités et de répartition des fruits de la croissance économique créent les conditions d'une plus grande attention au rendement social des décisions privées aussi bien que publiques, ce qui renforce l'intérêt du *derisking*.
4. Le *derisking* consiste à analyser les risques et barrières qui écartent les décisions privées de la poursuite du meilleur rendement social, et à combiner des instruments financiers et réglementaires pour atténuer ces risques ou ces barrières. Le choix entre ces instruments et leur combinaison dépend de la nature du problème à traiter.

Le derisking réglementaire conditionne aussi l'efficacité du derisking. Il implique la révision des normes prudentielles internationales pour prendre en compte l'atténuation des risques que permet le derisking, l'harmonisation des cadres réglementaires entre pays, et le développement de normes communes (notamment pour les investissements à impact).

5. Plusieurs exemples récents font la preuve du potentiel du *derisking*. La progression de l'approche, cependant, nécessite davantage de coopération entre les banques de développement multilatérales et bilatérales et l'alignement des incitations au sein de ces banques. Le *derisking*, en tant qu'ingénierie d'intermédiation financière, consomme des ressources en temps et en personnel qualifié et compétent.
6. Parmi les instruments de *derisking* couramment utilisés, les garanties sont reconnues comme les plus efficaces pour mobiliser les investisseurs privés. Or, elles restent sous-utilisées dans les portefeuilles des institutions financières de développement. Il est important de mieux comprendre pourquoi et de promouvoir cette utilisation.
7. L'une des priorités, dans les pays en développement, est de réduire le coût du capital pour les investisseurs privés. C'est l'un des domaines où le derisking peut apporter beaucoup.
8. Enfin, la mise en œuvre du derisking selon ces préceptes implique des discussions entre les différentes parties prenantes, publiques et privées, et un processus d'élaboration ouvert et transparent, puisque l'un des enjeux est l'amélioration des impacts sociétaux. Peut-être faut-il réfléchir à l'institutionnalisation de l'objectif de derisking, en confiant à un organisme spécifique, associant des représentants publics et des investisseurs privés, la mission de le développer suivant ces lignes. Dans un premier temps, il serait utile de regarder comment les institutions et initiatives existantes, comme par exemple le GPEDC ou la taskforce pour la finance mixte, pourraient davantage porter cette mission.

Au-delà de la logique quantitative non pertinente, le derisking peut-être la base d'un nouveau paradigme partenarial entre le secteur public et le secteur privé, dans la poursuite de rendements sociaux. C'est un agenda ambitieux et exigeant. Malheureusement, le désordre géopolitique mondial, l'affaiblissement des valeurs d'ouverture et d'humanisme qui (très imparfaitement) soutenaient l'ordre mondial multilatéral, et la baisse des flux de financement disponibles pour des objectifs internationaux en rendent la réalisation utopique. Cette utopie mérite des combats.

Références bibliographiques

- AfDB, EBRD, EIB, IDB, IMF, and World Bank Group. 2015. *From Billions to Trillions: MDB Contributions To Financing for Development*. WBG (World Bank Group). 2015. “From Billions to Trillions: MDB Contributions to Financing for Development.
- African Development Bank. 2019. “African Development Bank, Mariner Investment Group, and Africa50 Price Landmark \$1 Billion Impact Securitization.” Text. African Development Bank Group, African Development Bank Group, February 7. <https://www.afdb.org/en/news-and-events/african-development-bank-mariner-investment-group-and-africa50-price-landmark-1-billion-impact-securitization-18494>.
- African Development Bank. 2024. “Africa Investment Forum Market Days 2024: AfDB, DBSA and Institutional Investors Sign Agreement for New African Multi-Originator Synthetic Securitization Platform.” Text. African Development Bank Group, African Development Bank Group, December 6. <https://www.afdb.org/en/news-and-events/press-releases/africa-investment-forum-market-days-2024-afdb-dbsa-and-institutional-investors-sign-agreement-new-african-multi-originator-synthetic-securitization-platform-79336>.
- Assemblée générale des Nations Unies. 2000. “Déclaration Du Millénaire.” Nations Unies, September 8. <https://www.un.org/french/millenaire/ares552f.htm>.
- Assemblée générale des Nations Unies. 2015. *Transformer Notre Monde: Le Programme de Développement Durable à l'horizon 2030*. Résolution Adoptée Par l'Assemblée Générale Le 25 Septembre 2015 A/RES/70/1. New York, N.Y. <https://documents.un.org/doc/undoc/gen/n15/291/90/pdf/n1529190.pdf>.
- Banque africaine de développement. 2023. “La Banque africaine de développement et ILX signent un partenariat pour mobiliser des capitaux institutionnels européens en faveur de projets durables en Afrique.” Text. Banque africaine de développement, African Development Bank Group, April 21. <https://www.afdb.org/fr/news-and-events/press-releases/la-banque-africaine-de-developpement-et-ilx-signent-un-partenariat-pour-mobiliser-des-capitaux-institutionnels-europeens-en-faveur-de-projets-durables-en-afrique-60533>.
- Barder, Owen Matthew, and Theodore Talbot. 2015. “Guarantees, Subsidies, or Paying for Success? Choosing the Right Instrument to Catalyze Private Investment in Developing Countries.” *Center for Global Development Working Paper 402*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2623149>.
- Bayliss, Kate, Bruno Bonizzi, Ourania Dimakou, Christina Laskaridis, Farwa Sial, and Elisa VAN Waeyenberge. 2020. *The Use of Development Funds for De-Risking Private Investment: How Effective Is It in Delivering Development Results?* Study. European Union.
- Berg, Elliot. 1981. *Accelerated Development in Sub-Saharan Africa (the Berg Report)*. Banque mondiale. <https://documents1.worldbank.org/curated/zh/702471468768312009/pdf/multi-page.pdf>.
- Blended Finance Taskforce. 2023. *Better Guarantees, Better Finance. Mobilizing Capital for Climate through Gir-for-Purpose Guarantees*.
- Burki, Shahid Javed, and Guillermo Perry. 1999. *Beyond the Washington Consensus: Institutions Matter*. 3. print. With Weltbank. World Bank Latin American and Caribbean Studies Viewpoints. World Bank.

- Calcaterra, M., L. Aleluia Reis, P. Fragkos, et al. 2024. "Reducing the Cost of Capital to Finance the Energy Transition in Developing Countries." *Nature Energy* 9 (10): 1241–51. <https://doi.org/10.1038/s41560-024-01606-7>.
- Chenery, Hollis B., and Alan M. Strout. 1967. "Foreign Assistance and Economic Development." In *Capital Movements and Economic Development*, edited by John H. Adler. Palgrave Macmillan UK. https://doi.org/10.1007/978-1-349-15238-4_9.
- Choi, Esther Sekyoung, and Valerie Laxton. 2023. *Mobilizing Private Investment in Climate Solutions: De-Risking Strategies of Multilateral Development Banks*. Working Paper. World Resources Institute. <https://www.wri.org/research/mobilizing-private-investment-climate-solutions-mdbs>.
- Climate Policy Initiative. 2025. *Global Landscape of Climate Finance 2025*. Climate Policy Initiative. <https://www.climatepolicyinitiative.org/publication/global-landscape-of-climate-finance-2025>.
- Collier, Paul. 2013. "Aid as a Catalyst for Pioneer Investment." *WIDER Working Paper* 2013 (004).
- Cull, Robert, Indermit Gill, Alvaro Pedraza, Claudia Ruiz-Ortega, and Federica Zeni. 2024. *Mobilizing Private Capital for the Sustainable Development Goals*. Policy Research Working Paper 10838. World Bank Group. <https://openknowledge.worldbank.org/server/api/core/bitstreams/76a49c01-9b88-4414-a3c6-190bf0ca8b5e/content>.
- Deep, Akash, Henry Lee, Wasim Tahir, and Joshua Doyle. 2025. "The Green Swap. Disentangling Climate and Development Impact to Mobilize Climate Finance." Harvard Kennedy School. Belfer Center. www.belfercenter.org.
- Draghi, Mario. 2024. *Rapport Sur l'avenir de La Compétitivité Européenne*. Commission européenne. https://commission.europa.eu/topics/eu-competitiveness/draghi-report_en?prefLang=fr.
- Ecofin Agency. 2022. "Africa: AfDB, UK Sign US\$2 Bln Room2Run Guarantee for Climate Financing." Ecofin Agency, May 25. <https://www.ecofinagency.com/public-management/2505-43623-africa-afdb-uk-sign-us-2-bln-room2run-guarantee-for-climate-financing>.
- Fofack, Hippolyte. 2021. *The Ruinous Price for Africa of Pernicious "Perception Premiums."* The Brookings Institution. https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2021/10/21.10.07_Perception-premiums.pdf.
- Foroohar, Rana. 2024. "Year in a Word: De-Risking." *Financial Times*, January 1.
- G20/OECD/WB. 2018. *Stocktake of Tools and Instruments Related to Infrastructure as an Asset Class - Background Report*. <https://cdn.github.org/umbraco/media/2569/g20-oecd-world-bank-stocktake-of-tools-and-instruments-related-to-infrastructure-as-an-asset-class-background-report.pdf>.
- Gabarcz, Weronica, David Vilalta, and Lasse Moller. 2021. "The Role of Guarantees in Blended Finance." *OECD Development Co-Operation Working Paper* 97 (OECD, Paris), May.
- Gabor, Daniela. 2023. "The (European) Derisking State." Preprint, SocArXiv, May 17. <https://doi.org/10.31235/osf.io/hpbj2>.
- Gabor, Daniela, and Ndongo Samba Sylla. 2023. "Derisking Developmentalism: A Tale of Green Hydrogen." *Development and Change* 54 (5): 1169–96. <https://doi.org/10.1111/dech.12779>.

- Gavin, Michael, and Dani Rodrik. 1995. "The World Bank in Historical Perspective." *The American Economic Review* 85 (2): 329–34.
- Georgieva, Kristalina, and Tobias Adrian. 2022. "Public Sector Must Play Major Role in Catalyzing Private Climate Finance." *IMF*, August 18. <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2022/08/18/public-sector-must-play-major-role-in-catalyzing-private-climate-finance>.
- GPEDC. 2019. *Kampala Principles on Effective Private Sector Engagement In Development Co-Operation*. Global Partnership for Effective Development Co-operation. www.effectivecooperation.org.
- Independent Evaluation Group. 2024. *A Focused Assessment of the International Development Association's Private Sector Window. An Update to the Independent Evaluation Group's 2021 Early-Stage Assessment*. World Bank Group.
- Inderst, Georg. 2010. "Infrastructure as an Asset Class." *EIB Papers* 15 (1): 70–104.
- Kahneman, Daniel, and Amos Tversky. 1979. "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk." *Econometrica* 47 (2): 263–91. <https://doi.org/10.2307/1914185>.
- Le Houérou, Philippe, and Hans Peter Lankes. 2023. *Mobiliser Le Secteur Privé En Faveur Du Développement et Du Climat Dans Les Pays En Développement. Un Projet Réaliste? Enseignements et Recommandations Tirés d'une Expérimentation En Cours Au Sein Du Groupe de La Banque Mondiale*. FERDI. Document de Travail de La FERDI 323. Clermont-Ferrand. <https://ferdi.fr/dl/df-a8tpt28PmcbdzezZmY6QyE1K/ferdi-wp323-mobiliser-le-secteur-privé-en-faveur-du-développement-et-du.pdf>.
- Lee, Nancy. 2017. "Billions to Trillions? Issues on the Role of Development Banks in Mobilizing Private Finance." Center for Global Development, November 17.
- Lee, Nancy. 2025. "The MDB Role in 'Billions to Trillions': Were We Delusional?" *Center For Global Development*. <https://www.cgdev.org/blog/mdb-role-billions-trillions-were-we-delusional>.
- Lewis, Julian. 2024. "ILX Leads Pension Funds into B Loan Era." *IFR*, April 5. <https://www.ifre.com:443/story/4500458/ilx-leads-eib-into-b-loan-era-0jjhyscgz3>.
- Lucas, Robert E. 1990. *Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?*
- Mahtafar. 2025. "Creating Development Finance as an Asset Class." World Economic Forum, January 7. <https://www.weforum.org/stories/2025/01/creating-development-finance-as-an-asset-class/>.
- Mason, Edward S., and Robert E. Asher. 1973. *The World Bank since Bretton Woods. The Origins, Policies, Operations and Impact of The International Bank for Reconstruction and Development and the Other Members of the World Bank Group*. The Brookings Institution.
- Mathiasen, Karen, Nancy Lee, and Samuel Matthews. 2024. *IDA 21 and the Private Sector Window*. CGD Note 372. Center for Global Development.
- Mawdsley, Emma. 2018. "Development Geography II: Financialization." *Progress in Human Geography* 42 (2): 264–74. <https://doi.org/10.1177/0309132516678747>.
- Mazzucato, Mariana. 2017. *Mission-Oriented Innovation Policy. Challenges and Opportunities*. UCL Institute for Innovation and Public Purpose & RSA.

- Melonio, Thomas, Jean-David Naudet, and Jérémie Daussin-Charpantier. 2025. "From Billions to...What? The Elusive Quest for Leverage." In *The Future of Official Development Assistance: Incremental Improvements or Radical Reform?*, edited by Masood Ahmed, Rachael Calleja, and Pierre Jacquet. Center for Global Development.
- Merton, Robert C. 1995. "A Functional Perspective of Financial Intermediation." *Financial Management* 24 (2): 23–41. <https://doi.org/10.2307/3665532>.
- OCDE. 2005. *Déclaration de Paris sur l'efficacité de l'aide au développement*. OECD. <https://doi.org/10.1787/9789264098091-fr>.
- OECD. 2008. *Accra Agenda for Action*. OECD. <https://doi.org/10.1787/9789264098107-en>.
- OECD. 2025. *Global Outlook on Financing for Sustainable Development 2025: From Addis Ababa to Seville*. Global Outlook on Financing for Sustainable Development. OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/753d5368-en>.
- OECD Development Co-operation Directorate. 2024. "Converged Statistical Reporting Directives for the Creditor Reporting System (CRS) and the Annual DAC Questionnaire. Annexes - Module F." Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), August 30.
- Oliver, Robert W. 1975. *International Economic Co-Operation and the World Bank*. With Internet Archive. London : Macmillan. <http://archive.org/details/internationaleco0000oliv>.
- Oxford Policy Management. 2020. *Réduction Des Risques Inhérents Aux Investissements Dans Les Énergies Renouvelables Dans Les États Fragiles et En Situation de Conflit*. Résumé de Recherche. Oxford Policy Management. https://www.opml.co.uk/sites/default/files/migrated_bolt_files/pdd10151-de-risking-renewable-energy-fr.pdf.
- Pearson Commission (Commission on International Development). 1969. *Partners in Development: Report of the Commission on International Development*. Pall Mall Press. https://archive.org/details/partnersindevelo0000comm_a3s6/page/108/mode/2up.
- Pegon, Matthieu. 2023. *Beyond Leverage Ratios: A Strategic Approach to Blended Finance*. IDB Invest.
- Pereira Dos Santos, Pablo, and Matthew C. Kearney. 2018. *Multilateral Development Banks' Risk Mitigation Instruments for Infrastructure Investment*. Inter-American Development Bank. <https://doi.org/10.18235/0001008>.
- Pigou, Arthur C. 1920. *The Economics Of Welfare*. MACMILLAN AND CO. <http://archive.org/details/in.ernet.dli.2015.6160>.
- PRI (Principles for Responsible Investment). 2019. "PRI Awards 2019 Case Study: Room2Run." PRI, September. <https://www.unpri.org/showcasing-leadership/pri-awards-2019-case-study-room2run/4848.article>.
- Schumer, Clea, Sophie Boehm, Joel Jaeger, et al. 2025. "State of Climate Action 2025." *World Resources Institute*, ahead of print, October. <https://doi.org/10.46830/wrirpt.25.00006>.
- Schwerhoff, Gregor, and Mouhamadou Sy. 2017. "Financing Renewable Energy in Africa – Key Challenge of the Sustainable Development Goals." *Renewable and Sustainable Energy Reviews* 75 (August): 393–401. <https://doi.org/10.1016/j.rser.2016.11.004>.

- Sweerts, Bart, Francesco Dalla Longa, and Bob Van Der Zwaan. 2019. "Financial De-Risking to Unlock Africa's Renewable Energy Potential." *Renewable and Sustainable Energy Reviews* 102 (March): 75–82. <https://doi.org/10.1016/j.rser.2018.11.039>.
- Sylla, Richard. 2001. "A Historical Primer on the Business of Credit Ratings." Paper presented at The Role of Credit Reporting Systems in the International Economy. March 1.
- The Department of the Treasury. 2023. *AMLA. The Department of the Treasury's De-Risking Strategy*. https://home.treasury.gov/system/files/136/Treasury_AMLA_23_508.pdf.
- The World Bank. 2025. "Labeled Sustainable Bonds. Market Update. February 2025." Newsletter Issue No. 10. February. <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/cd82b4033281dab2cb1a1c71eeb691e4-0340012025/original/Labeled-Bond-Quarterly-Newsletter-Issue-No-10.pdf>.
- UNDP. 2013. "Derisking Renewable Energy Investment. A Framework to Support Policymakers in Selecting Public Instruments to Promote Renewable Energy Investment in Developing Countries." May. <https://www.undp.org/publications/original-drei-report>.
- UNDP. 2024. "DERISKING FACILITY – Soutien au développement de solutions énergétiques durables à Madagascar." UNDP, March 27. <https://www.undp.org/fr/madagascar/blog/derisking-facility-soutien-au-developpement-de-solutions-energetiques-durables-madagascar>.
- United Nations. 2003. *Monterrey Consensus on Financing for Development*. United Nations. https://www.un.org/en/development/desa/population/migration/generalassembly/docs/globalcompact/A_CONF.198_11.pdf.
- United Nations. 2015. "Addis Ababa Action Agenda of the Third International Conference on Financing for Development." United Nations, July 13. https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/2051AAAA_Outcome.pdf.
- Venugopal, Shally, and Aman Srivastava. 2012. "Moving the Fulcrum: A Primer on Public Climate Financing Instruments Used to Leverage Private Capital." World Resource Institute, August. http://pdf.wri.org/moving_the_fulcrum.pdf.
- Williamson, John. 1990. "What Washington Means by Policy Reform." In *Latin American Adjustment: How Much Has Happened*, edited by John Williamson. Institute for International Economics. <https://www.piie.com/commentary/speeches-papers/what-washington-means-policy-reform>.
- Wolf, Charles. 1990. *Markets or Governments: Choosing between Imperfect Alternatives*. With Internet Archive. Cambridge, Mass.: MIT Press. http://archive.org/details/marketsorgovernm0000wolf_t6h7.
- World Bank. 1954. *The International Bank for Reconstruction and Development, 1946-1953*. With Internet Archive. Baltimore, Published for the International Bank for Reconstruction and Development by the Johns Hopkins Press. <http://archive.org/details/internationalban0000worl>.
- World Bank. 2021. *World Bank Group Approaches to Mobilize Private Capital for Development: An Independent Evaluation*. World Bank. <https://doi.org/10.1596/35040>.
- World Bank Group. 2017. "Maximizing Finance for Development: Leveraging the Private Sector for Growth and Sustainable Development." World Bank Group, September 19. https://www.devcommittee.org/content/dam/sites/devcommittee/doc/documents/mgr/DC_2017-0009_Maximizing_8-19.pdf.

“ Sur quoi la fondera-t-il l'économie du monde qu'il veut gouverner ? Sera-ce sur le caprice de chaque particulier ? Quelle confusion ! Sera-ce sur la justice ? Il l'ignore. ”

Pascal



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