

[Page de garde]

HEC MONTRÉAL

**Les déterminants des investissements de la Société financière
internationale**

par

Marie-Ève Lepage

**Sciences de la gestion
(Spécialisation Économie financière appliquée)**

*Mémoire présenté en vue de l'obtention
du grade de maîtrise ès sciences en gestion
(M. Sc.)*

Décembre 2021
© Marie-Ève Lepage, 2021

Résumé

L'objectif de cette étude est d'analyser les principaux déterminants d'allocation des investissements de la Société financière internationale (SFI), la plus importante des institutions financières de développement, qui fait partie du Groupe de la Banque mondiale. Le mandat officiel de la SFI est de favoriser la croissance du secteur privé dans les pays les moins développés, là où les capitaux commerciaux ne sont pas suffisamment disponibles à des conditions raisonnables. Toutefois, d'autres facteurs peuvent motiver les choix de l'institution internationale, comme l'impératif de rentabilité auquel elle est soumise, ainsi que des considérations de gouvernance, d'intérêts de ses actionnaires principaux et d'inertie bureaucratique institutionnelle. Cette recherche effectue une analyse économétrique des investissements de la SFI, en utilisant des données de panel par pays entre les années 2000 à 2020 inclusivement. Différentes méthodes d'estimation propres à la littérature sur l'allocation de l'aide au développement sont utilisées, en particulier le Tobit et des modèles à deux étapes et de sélection de Heckman. Les résultats obtenus suggèrent que la SFI ne favorise pas les régions les moins développées ni les pays où l'accès au financement est difficile, comme le voudrait son mandat. L'institution investit plutôt de manière semblable à un acteur commercial, dans les pays où les considérations de rendement-risque sont favorables. De plus, la SFI semble souffrir d'inertie bureaucratique institutionnelle. Les résultats indiquent également que l'allocation des investissements de l'organisation est liée positivement à la gouvernance, mais non aux intérêts politiques et commerciaux de ses actionnaires principaux. L'étude ne permet pas de conclure que l'implantation récente de la stratégie nommée « SFI 3.0 », visant en particulier à créer les conditions pour des projets prometteurs dans les régions plus pauvres, apporte des changements significatifs pour les choix d'investissement de l'organisation. Ces résultats suggèrent que la SFI devrait davantage mettre l'accent sur les régions moins développées, où l'accès à la finance commerciale est déficient, afin de respecter le mandat pour lequel elle a été fondée.

Mots clés : Société financière internationale, finance internationale, aide au développement, secteur privé, additionnalité

Abstract

This study examines the main determinants of investment allocation by the International Finance Corporation (IFC), which is the largest of the development finance institutions and is a member of the World Bank Group. IFC's official mandate is to foster private sector growth in less developed countries, where commercial capital is not sufficiently available on reasonable terms. However, the investment decisions of the international institution may be motivated by other factors, such as the imperative for profitability, as well as considerations of governance, of political and commercial self-interest of its main members and of institutional bureaucratic inertia. This research uses cross-country panel data from 2000 to 2020 to perform an econometric analysis of IFC's investments in its developing member countries. Different estimation methods specific to the development aid allocation literature are used, such as a tobit model, a two-stage model, and a Heckman selection model. The results suggest that the IFC does not favor less developed countries where access to private finance is scarce, as would require its mandate. Rather, the institution invests similarly to a commercial player, in countries where risk-return considerations are favorable. The IFC also appears to suffer from institutional bureaucratic inertia and its investment allocation is positively linked to governance, but not to the political and commercial self-interests of its major members. The study indicates that the recent implementation of the "IFC 3.0" strategy, which aims to create promising projects in less developed countries, did not bring about the promised changes for the investment choices of the organization. These results suggest that the IFC should place more emphasis on less developed regions, where access to commercial finance is scarce, to fulfill the mandate it was created for.

Keywords: International Finance Corporation, international finance, development aid, private sector, additionality

Table des matières

Résumé.....	iii
Abstract	iii
Table des matières.....	v
Liste des tableaux et des figures	ix
Liste des abréviations.....	xi
Remerciements	xiii
Introduction.....	1
Problématique.....	2
Objectifs, questions de recherche et contribution attendue	4
Chapitre 1 Contexte.....	7
1.1 Revue des différents flux financiers qui contribuent au développement	7
1.1.1 Distinction entre flux bilatéraux et multilatéraux	9
1.2 L'importance du secteur privé.....	9
1.2.1 Le secteur privé : moteur de croissance.....	10
1.2.2 Le secteur privé : source de financement	11
1.3 Les institutions financières de développement (IFD).....	12
1.3.1 Définition, rôles et objectifs des IFD.....	12
1.3.2 Les principes communs qui gouvernent les activités des IFD : l'importance de l'additionnalité.....	14
1.4 La Société financière internationale (SFI).....	16
1.4.1 Son mandat	16
1.4.2 Ses activités	17
1.4.3 Le financement des activités de la SFI	20
1.4.4 L'historique de l'institution	21
1.4.5 La SFI 1.0, 2.0 et 3.0 : l'évolution des stratégies	23
Chapitre 2 Revue de Littérature	25
2.1 Les déterminants d'allocation de l'aide au développement	25
2.1.1 La distinction entre les méthodes normative et descriptive.....	26

2.1.2 Le paradigme des théories des besoins du pays bénéficiaire et de l'intérêt du donateur	26
2.1.3 La théorie de la gouvernance	28
2.1.4 Les biais de la taille de population et de niveau du revenu	30
2.1.5 La théorie de l'inertie bureaucratique	31
2.3 Les déterminants d'allocation chez les institutions de finance internationale (IFI)	31
2.4 La littérature sur les IFD et la SFI	35
2.4.1 L'importance des choix d'allocation pour l'atteinte des objectifs	35
2.4.2 Le modèle d'aide traditionnel adapté pour les IFD	36
2.4.3 La prise de risque chez les IFD et chez la SFI	38
2.5 Les déterminants d'allocation des investissements du secteur privé	45
2.6 Les hypothèses	46
Chapitre 3 Méthodologie	51
3.1 Spécification du modèle	51
3.2 Présentation des variables	53
3.2.1 La variable dépendante	53
3.2.2 Les variables explicatives	55
3.3 Présentation des données	68
3.4 Estimations économétriques du modèle	76
3.4.1 L'importance de la sélection de l'échantillon	76
3.4.2 La non-convergence des MCO	76
3.4.3 Les modèles pour variable dépendante limitée	77
3.4.4 Endogénéité	84
Chapitre 4 Résultats	85
4.1 Présentation des résultats principaux avec le modèle tobit	85
4.2 Comparaison des modèles tobit, à deux étapes et Heckman	95
4.3 Comparaison des stratégies 2.0 et 3.0	99
4.4 Robustesse des résultats avec variables alternatives	104
4.4.1 Variable dépendante alternative	104
4.4.2 Variables explicatives retardées de deux ans	104

4.4.3 Variables de gouvernance alternatives	105
Chapitre 5 Discussion	107
5.1 Les besoins des bénéficiaires	109
5.2 L'additionnalité financière	112
5.3 La gouvernance	113
5.4 L'intérêt commercial	115
5.5 L'intérêt du donateur	117
5.6 L'inertie bureaucratique	118
5.7 Coordination avec la Banque mondiale.....	119
5.8 Diversification des pays d'investissements	119
5.9 Conclusions par rapport aux questions de recherche	120
Conclusion	123
Bibliographie.....	127
Annexe A	i
Annexe B.....	ii
Annexe C.....	iv

Liste des tableaux et des figures

Liste des tableaux

Tableau 1: Récapitulatif des variables du modèle.....	67
Tableau 2 : Répartition des observations et des pays selon les investissements reçus de la SFI	69
Tableau 3: Statistiques descriptives pour les variables	70
Tableau 4: Matrice de corrélation des variables	75
Tableau 5: Statistiques pour la variable dépendante et la forme logarithmique	81
Tableau 6: Résultats principaux avec modèle tobit (présentation des coefficients)	87
Tableau 7: Effets marginaux moyens pour les variables significatives du modèle tobit.....	88
Tableau 8: Comparaison des modèles à deux étapes et de Heckman (présentation des coefficients).....	97
Tableau 9: Comparaison des périodes SFI 2.0 et SFI 3.0 (présentation des coefficients)	100
Tableau 10: Tests de robustesse (présentation des coefficients)	103
Tableau 11: Principaux résultats et vérification des hypothèses	108

Liste des figures

Figure 1 : Les flux financiers pour le développement entre 2000 et 2015	7
Figure 2: Répartition des apports APD et non-APD par groupe de revenu des pays en 2015	9
Figure 3: Zone d'opération des Institutions financières internationales selon le potentiel d'additionnalité.....	15
Figure 4: Investissements de la SFI et nombre de personnes vivant sous le seuil de pauvreté de 1,90\$ par jour.....	42
Figure 5: Investissements de la SFI en % du PIB et % de la population vivant sous le seuil de pauvreté de 1,90\$ par jour	43
Figure 6: Investissements cumulatifs de la SFI et cumulatif du nombre de personnes vivant sous le seuil de pauvreté.....	44
Figure 7: Les investissements de la SFI : Montants et nombre de projets approuvés par année	72
Figure 8: Répartition géographique des investissements annuels de la SFI, par région du monde	73
Figure 9: Répartition des investissements annuels de la SFI selon la classification de revenu de la Banque mondiale	74
Figure 10: La non-convergence des MCO avec un point de masse à zéro	77
Figure 11: L'arbre de décision pour un modèle à variable dépendante limitée	78
Figure 12: Distribution du terme d'erreur de la régression avec modèle tobit	81
Figure 13: Effets marginaux d'une augmentation du PIB par habitant sur la part d'investissement de la SFI.....	90
Figure 14: Effets marginaux d'une augmentation de la population sur la part d'investissement de la SFI	91

Liste des abréviations

AMC : Société de gestion d'actifs de la SFI

APD : Aide publique au développement

BIRD : Banque internationale pour la reconstruction et le développement

BM : Banque mondiale

BMD : Banques multilatérales de développement

CA : Conseil d'administration

CGD : Center for Global Development

CIRDI : Centre international pour le règlement de différends relatifs aux investissements

CNUCED : Conférence des Nations unies sur le commerce et le développement

EBRD : European Bank for Reconstruction and Development

É.-U.: États-Unis

FMI : Fonds monétaire international

GBM : Groupe de la Banque mondiale

ICRG : International Country Risk Guide

IDA : Association internationale de développement

IDE : Investissements directs étrangers

IFC : International Finance Corporation

IFD : Institutions financières de développement

IFI : Institutions financières internationales

IMF : International Monetary Fund

MCO : Moindres carrés ordinaires

MIGA : Agence multilatérale de garantie des investissements

MOAN : Pays du Moyen Orient et d'Afrique du Nord

OCDE : Organisation de coopération et de développement économique

ODD : Objectifs du développement durable

ONU : Organisations des Nations unies

OPIC : Overseas Private Investment Corporation

PFR : Pays à faible revenu

PIB : Produit intérieur brut

PME : Petites et moyennes entreprises

PPA : Parité du pouvoir d'achat

PPP : Partenariats public privés

PRITI : Pays à revenu intermédiaire de la tranche inférieure

PRITS : Pays à revenu intermédiaire de la tranche supérieure

PTS : Political Terror Scale

PED : Pays en développement

SFI : Société financière internationale

UNCTAD : United Nations Conference on Trade and Development

USAID : Agence des États-Unis pour le développement international

WBG: World Bank Group

WDI: Indicateurs de développement mondiaux

WGI : Indicateurs de gouvernance mondiaux

Remerciements

Je tiens d'abord à remercier mon directeur de recherche, Bernard Gauthier, pour ses judicieux conseils, son support et sa patience. Ce fut un honneur et un plaisir de travailler avec lui.

Je remercie également Daniel Parent, pour ses conseils économétriques et le temps qu'il a consacré à répondre à mes questions.

Je veux exprimer toute ma reconnaissance à ma mère, Marie-Josée, qui m'a accompagnée et soutenue à travers plusieurs étapes de cette aventure. De la saisie de données à la révision de la langue, elle a été une collaboratrice hors pair. Elle m'a inculqué le désir d'apprendre dès mon plus jeune âge et c'est en grande partie grâce à elle si je réalise cette maîtrise aujourd'hui.

Un merci tout particulier à mon équipe de travail, François, Christian et Nicolas. Je les remercie pour leur support moral tout au long de ce périple et pour la flexibilité qu'ils m'ont accordée.

Je remercie Simon Chénard, pour son aide avec le *data scraping*; Nicolas Jean, pour son aide avec la base de données; William Lemay et Alexandre Patry, pour leurs conseils et leur *coaching*; et Jonathan Leblanc, pour ses conseils économétriques.

Je témoigne toute ma gratitude à ma famille et à mes amis qui m'ont encouragée depuis plus de deux ans et qui m'ont aidée à croire que je pouvais y arriver.

Finalement, je remercie, le dernier mais non le moindre, mon conjoint, Nicolas, sans qui tout cela n'aurait pas été possible. Je lui suis extrêmement reconnaissante de m'avoir épaulée quotidiennement afin que je puisse me concentrer sur ce mémoire. Je le remercie pour sa compréhension, son amour et son support. Maintenant, nous pouvons débiter ensemble un nouveau chapitre.

Introduction

L'expression « *From billions to trillions* (de milliards à des milliers de milliards) », formulée en 2015 par le Comité de développement du groupe de la Banque mondiale et du Fonds monétaire international, résume bien la stratégie mise de l'avant par la communauté internationale afin de financer son Programme de développement durable à l'horizon 2030 (African Development Bank *et al.*, 2015). Ce programme, adopté par les États membres de l'Organisation des Nations unies (ONU) en 2015, inclut les 17 objectifs de développement durable (ODD). Selon les estimations de l'ONU, les investissements nécessaires dans les pays en développement pour la réalisation de ces objectifs, qui incluent notamment d'éradiquer la pauvreté et la faim dans le monde d'ici 2030, sont de l'ordre de 3 300 à 4 500 milliards de dollars US annuellement (United Nations Conference on Trade and Development [UNCTAD], 2014).

Le défi, traduit par l'expression « *From billions to trillions* » (African Development Bank *et al.*, 2015), consiste donc à tirer parti des quelques 150 milliards disponibles en aide publique pour le développement (APD) (Organisation de coopération et de développement économiques [OCDE], 2021a) afin de mobiliser le reste des importantes sommes nécessaires pour atteindre les objectifs. Les milliards manquants devront en grande partie provenir de sources privées de capitaux, entre autres sous forme d'investissements directs étrangers (IDE) et d'investissements institutionnels des grands fonds de pension et d'assurance mondiaux (Bandura, 2017). Les sources privées de capitaux représentent une solution attrayante pour combler le déficit de financement, puisqu'elles recèlent le potentiel économique nécessaire : par exemple, Convergence (2018), un groupe de travail sur le financement mixte, estime que les montants d'actifs gérés par les investisseurs institutionnels mondiaux atteignent 200 000 milliards de dollars US en 2021. Ce constat établi, il reste à savoir **comment** attirer ces sources privées de capitaux vers les pays en développement.

Dans ce contexte, les institutions financières de développement (IFD) se présentent comme une réponse à cette question, puisqu'elles sont des agents primordiaux pour la mobilisation des flux privés de financement vers les pays en développement (PED). Les IFD sont des institutions spécialisées, souvent détenues et financées par les gouvernements d'États développés, qui soutiennent le secteur privé des pays en développement (Runde *et al.*, 2016). En investissant leur propre capital et en fournissant de l'expertise aux entreprises locales, les IFD ont comme

mandat de faire croître le secteur privé, de renforcer les marchés financiers, de créer des opportunités d'investissement à rendement positif et de diminuer le niveau de risque financier perçu dans les PED (International Finance Corporation [IFC], 2011). Leur mission est ainsi de catalyser les investissements d'autres participants, et ce faisant, de créer des milliers de milliards d'investissements additionnels grâce aux milliards initiaux investis.

L'importance des investissements des IFD a crû énormément au cours des dernières années : leurs investissements dans les PED représentaient 10 milliards de dollars US en 2000 et 82 milliards en 2017 (Runde *et al.*, 2016 ; Runde, 2019), ce qui représente une croissance de 720 % durant cette période. En comparaison, l'APD a connu une croissance de 87 %, passant de 80 milliards de dollars à 150 milliards durant la même période (Runde, 2019 ; OCDE, 2017). Bien que les investissements des IFD soient encore sous les niveaux de financement en APD, ils pourraient dépasser ces derniers d'ici les dix prochaines années, selon un rapport du gouvernement canadien (Comité permanent des affaires étrangères et du développement international du Canada, 2018).

Problématique

Au cœur du fonctionnement des IFD, il s'avère impératif pour ces organisations d'être rentable dans l'exercice de leurs opérations. Les IFD se doivent généralement d'être autosuffisantes et de s'assurer d'accroître leurs investissements à partir des bénéfices générés antérieurement (Comité permanent des affaires étrangères et du développement international du Canada, 2018). Ainsi, elles doivent jongler avec un double objectif : générer des résultats pour le développement international et engendrer des profits pour assurer leur autosuffisance et la croissance de leur portefeuille. La nature des IFD se situe donc à mi-chemin entre l'aide publique pour le développement et les investissements de source privée.

Considérant l'importance des IFD dans le domaine du développement international et l'apparente incongruence de leur dualité, il est pertinent de se pencher sur les facteurs qui animent leurs choix effectifs d'allocation d'investissement. Ce travail se penche de ce fait sur les déterminants qui motivent les choix de la Société financière internationale (SFI, en anglais : International Finance Corporation [IFC]), qui est la plus importante IFD sur la scène internationale en termes de taille de son portefeuille d'investissement. Celle-ci est considérée comme la leader du groupe des IFD à bien des égards, notamment en raison de sa présidence de différents groupes de travail traitant de divers enjeux (IFC, 2011).

La SFI fait partie du Groupe de la Banque mondiale (GBM), mais demeure une entité légalement et financièrement indépendante au sein du groupe. Elle a comme mandat d'investir dans le secteur privé des pays en développement, dans le but de contribuer au développement économique et à la croissance des entreprises dans les pays les plus pauvres (IFC, 2020b). En 2017, les nouveaux engagements financiers de la SFI représentaient 14 % des engagements totaux des IFD dans le monde (Runde, 2019). Ses engagements financiers annuels ont décuplé au fil des ans, passant de 3,1 milliards de dollars US en 2002 à 11,1 milliards en 2020 (IFC, 2002, 2020), alors que les capitaux injectés par d'autres investisseurs et mobilisés par la SFI atteignaient presque le double de ses propres engagements, soit 10,8 milliards en 2020.

Le mandat officiel de la SFI étant de faire croître le secteur privé des régions les moins développées, l'allocation de ses investissements devrait se diriger vers les pays pauvres, où les capitaux de source privée, à des termes raisonnables, ne sont pas suffisamment disponibles pour répondre à la demande. Cependant, d'autres éléments peuvent influencer ses choix d'investissement, tels que des facteurs de nature commerciale motivés par l'impératif de rentabilité mentionné précédemment auquel la SFI fait face, à l'instar de toutes les IFD. De plus, selon la littérature, d'autres considérations peuvent influencer l'allocation de ses investissements, soit la gouvernance, les intérêts de ses actionnaires principaux et l'inertie bureaucratique de l'institution (Dreher *et al.*, 2019; Kenny *et al.*, 2018a; Fleck & Kilby, 2006).

Dans la littérature, quelques auteurs se sont penchés sur les motifs d'allocation des investissements des IFD ou de la SFI. Ainsi par exemple, Kenny *et al.* (2018a) sont d'avis que le portefeuille d'investissement de la SFI n'est pas concentré dans les pays où « il peut faire une différence » (traduction libre). Ses investissements sont plutôt majoritairement dirigés vers les pays catégorisés à revenu intermédiaire par la BM et vers les pays où la disponibilité du crédit intérieur est supérieure à la médiane, comme la Chine, l'Inde, le Brésil et la Turquie. Les auteurs notent d'ailleurs une certaine inertie quant à la gestion du portefeuille de la SFI, car ces pays dans lesquels elle investit principalement semblent être les mêmes que ceux dans lesquels elle investissait il y a plusieurs années, alors que ceux-ci étaient des pays relativement plus pauvres et ayant moins accès au crédit. D'autre part, Dreher *et al.* (2019) observent un lien causal entre le fait de siéger au conseil d'administration de la SFI en tant que pays membre et la probabilité de recevoir des investissements de la part de l'institution. Wittenberg (2020) étudie, quant à lui, la relation existante entre la règle de loi et les investissements privés mobilisés par plusieurs IFD,

et constate un lien positif dans les pays où la règle de loi est faible. Par ailleurs, Basilio (2014) analyse les déterminants des investissements en infrastructure effectués par les IFD et observe une corrélation entre les investissements et les indicateurs de pauvreté des pays et de sous-développement des systèmes financiers.

Notre étude visera à mettre en lumière les principaux déterminants des choix d'allocation de la SFI.

Objectifs, questions de recherche et contribution attendue

Plus spécifiquement, ce mémoire de recherche a comme objectif d'analyser les choix d'allocation des investissements de la SFI et les motifs potentiels qui les animent. La question de recherche principale est la suivante :

- **Quels sont les principaux déterminants d'allocation des investissements de la SFI dans les PED ?**

Trois sous-questions de recherche seront également examinées :

- Les facteurs qui influencent l'allocation des investissements de la SFI correspondent-ils aux critères officiels énoncés de la SFI ?
- La SFI agit-elle davantage comme une institution de développement ou comme un investisseur commercial ?
- Les choix d'allocation évoluent-ils au gré de la direction stratégique changeante de l'organisation ?

La question de recherche principale et les sous-questions seront étudiées dans un cadre d'analyse s'appuyant sur la littérature sur les déterminants d'allocation de l'aide au développement et sur les déterminants d'allocation des investissements commerciaux. Afin de répondre à ces questions de recherche, nous effectuons une analyse économétrique des investissements de la SFI, en utilisant des données de panel par pays portant sur les investissements de l'institution (notre variable dépendante) sur la période 2000 à 2020. Les variables explicatives tiennent compte des critères officiels d'investissement énoncés par la SFI, ainsi que des autres facteurs qui pourraient influencer ses choix d'investissement, comme la poursuite de la rentabilité et de la réduction des risques financiers, les considérations de gouvernance, les intérêts des parties prenantes et l'inertie bureaucratique. Nos résultats quant

aux déterminants des investissements de la SFI sont comparés avec les principaux facteurs identifiés dans la littérature pour l'aide publique au développement et pour les investissements de source privée. Finalement, afin de répondre à la dernière question, les déterminants d'allocation de la SFI sont comparés à travers deux périodes différentes, caractérisées par des directions stratégiques distinctes de l'institution.

Cette recherche contribue à la littérature car elle permet d'identifier les motivations d'investissement de la SFI, la plus importante IFD en termes de taille de son portefeuille. Il apparaît primordial que les IFD comme la SFI soient tenues responsables de leurs choix d'investissements et de leurs motivations potentielles, puisque ces institutions sont financées à l'aide de fonds publics, et l'atteinte des objectifs de développement pour laquelle elles ont été créées est intrinsèquement liée à leurs choix d'investissement. Des études comme celles de Dreher et Kilby (2010) et Dreher *et al.* (2014) ont démontré qu'une déviation des objectifs officiels des organisations d'aide internationale peut avoir un impact défavorable sur l'efficacité de l'aide au développement. On peut supposer qu'une telle déviation des objectifs officiels des IFD peut également causer le même type d'effet.

Alors qu'une vaste littérature se penche sur les déterminants de l'aide au développement et sur les déterminants des investissements privés, relativement peu d'études ont été effectuées sur les déterminants des investissements des IFD, et encore moins sur ceux de la SFI en particulier. À notre connaissance, notre recherche est l'une des premières portant spécifiquement sur la SFI et visant à étudier simultanément plusieurs déterminants d'allocation de ses investissements. De plus, notre étude fait aussi figure de pionnière du fait qu'elle compare les choix d'allocation de l'institution avec les déterminants d'allocation de l'APD et des investissements privés. Cet exercice permet de mettre en lumière lequel des aspects de la nature duelle de la SFI prime, soit l'aspect développemental ou l'aspect commercial.

Cette étude est composée de cinq chapitres. Le chapitre suivant présente le contexte dans lequel s'inscrit cette recherche, soit l'importance des différents flux financiers pour le développement, l'importance du secteur privé, le rôle des institutions financières de développement, ainsi que l'historique, le mandat et les activités de la SFI. Le chapitre 2 présente une revue de littérature sur les déterminants de l'aide au développement, ceux des investissements privés et ceux adoptés par les institutions financières internationales (IFI). Nous y formulons également les hypothèses de recherche. Le chapitre 3 décrit la méthodologie empirique employée. Le chapitre

4 présente les résultats de l'analyse économétrique, qui sont analysés en lien avec les questions de recherche dans le chapitre 5. Enfin, nous concluons en présentant l'importance de l'analyse, ses limites et les développements possibles.

Chapitre 1

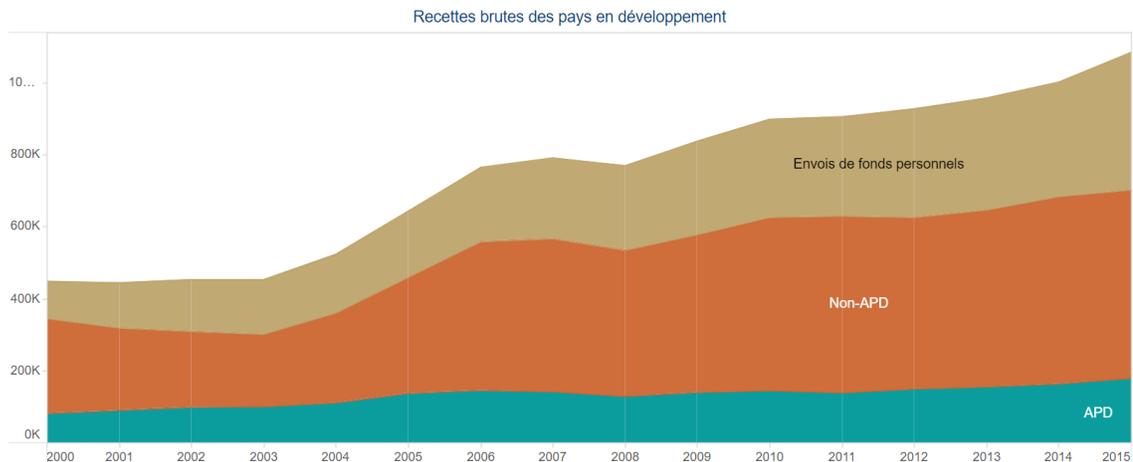
Contexte

Ce premier chapitre présente le contexte dans lequel s'inscrivent les activités et les déterminants d'investissement de la SFI. Nous définissons tout d'abord les différents flux financiers pour le développement et distinguons les flux de nature bilatérale et multilatérale. Nous examinons ensuite l'importance du secteur privé dans le développement, en tant que moteur de croissance et de source de financement. Puis, nous définissons ce que sont les IFD, les rôles et les objectifs qui les caractérisent, de même que les principes qui gouvernent leurs activités, comme le principe d'additionnalité. Finalement, nous définissons le rôle, le mandat et les activités de la SFI et dressons un historique de l'institution.

1.1 Revue des différents flux financiers qui contribuent au développement

Les flux financiers pour le développement comprennent l'aide publique au développement (APD), les envois de fonds personnels et les apports « non-APD » qui comprennent les autres ressources du secteur public consacrées au développement et les apports privés vers les PED. La figure 1 présente l'importance relative des montants de ces différents flux pour les PED entre 2000 et 2015. On constate que les apports non-APD sont de loin les plus importants.

Figure 1 : Les flux financiers pour le développement entre 2000 et 2015



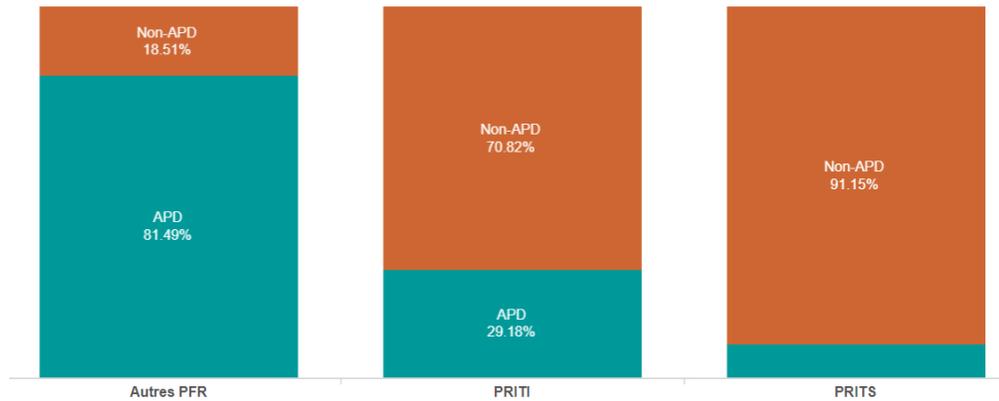
Source: From OCDE, n.d. (<https://public.tableau.com/views/Non-ODAflows/Recettes>)

L'APD a « pour but essentiel de favoriser le développement économique et l'amélioration du niveau de vie des pays en développement » (OCDE, n.d.). N'est considérée de l'APD que l'aide provenant d'organismes publics (incluant les États) qui est apportée à des institutions multilatérales ou à des pays qui figurent sur la liste des bénéficiaires d'APD, liste établie par le Comité d'aide au développement de l'OCDE selon le niveau de revenu par habitant (OCDE, 2021a). L'APD peut prendre la forme soit de dons ou de prêts concessionnels, ces derniers étant des prêts faits à des conditions favorables par rapport aux conditions du marché.

Parmi les apports non-APD, on retrouve notamment les autres ressources officielles du secteur public destinées au développement. Celles-ci incluent les prêts qui ne sont pas qualifiés comme étant concessionnels selon les critères de l'APD, ainsi que les crédits directs à l'exportation, qui sont des prêts accordés par des agences nationales facilitant les exportations vers les PED (OCDE, n.d.). L'autre portion des apports non-APD inclut les flux privés disponibles pour le développement. Ceux-ci comprennent les dons caritatifs accordés par les organisations non gouvernementales et les fondations philanthropiques, ainsi que les flux de capitaux privés qui sont faits aux conditions du marché et qui sont motivés par des objectifs commerciaux. Ces flux de nature commerciale comprennent notamment les prêts du secteur privé affectés aux PED, les investissements de portefeuille et les investissements directs étrangers (IDE). Finalement, les envois de fonds personnels constituent une autre part importante des flux alimentant les PED. Ils consistent en des transferts d'argent faits par des personnes résidant dans un pays à des personnes résidant dans un autre pays. L'envoi mensuel de fonds effectué par des travailleurs syriens résidents du Canada à leurs familles en Syrie en est un exemple.

La figure 1 montre que le volume des flux non-APD est considérablement plus important que celui des flux APD. Cependant, cette distribution est asymétrique quand on l'examine pour différents groupes de revenu des pays. Dans la figure 2, on peut observer que dans les pays à faible revenu (PFR), les flux de l'APD sont largement plus répandus que ceux du non-APD. Inversement, dans les pays plus riches, soit à revenu intermédiaire de la tranche inférieure (PRITI) et à revenu intermédiaire de la tranche supérieure (PRITS), les flux non-APD y sont plus importants. La catégorisation de revenu de la Banque mondiale et les seuils qui la caractérisent, sont présentés à l'annexe A.

Figure 2: Répartition des apports APD et non-APD par groupe de revenu des pays en 2015



Note : APD : Aide publique au développement; PFR : Pays à faible revenu; PRITI : Pays à revenu intermédiaire de la tranche inférieure; PRITS : Pays à revenu intermédiaire de la tranche supérieure

Source: OCDE, n.d. (<https://public.tableau.com/views/NON-ODAblyIncomeGroup/Non-ODAblyIncomegroup>)

Les investissements des institutions financières de développement (IFD) se classifient comme des flux non-APD, plus particulièrement comme d'autres ressources officielles du secteur public. Leurs investissements ont pour but de catalyser les apports privés de nature commerciale susceptibles de stimuler le développement.

1.1.1 Distinction entre flux bilatéraux et multilatéraux

Dans cette recherche, nous ferons parfois référence aux flux bilatéraux et aux flux multilatéraux. L'aide bilatérale est l'aide directement fournie par des pays donateurs à d'autres pays receveurs, alors que l'aide multilatérale, également fournie par des pays donateurs, transite par des organisations internationales (aussi appelées multilatérales) comme les Nations unies ou la Banque mondiale, avant d'être redistribuée aux pays bénéficiaires (OCDE, 2015). Par exemple, un prêt du Canada versé à la Tanzanie sera considéré comme un apport bilatéral, alors que la contribution du Canada à la Banque mondiale qui, elle, fera un prêt à la Tanzanie, est considérée comme un apport multilatéral.

1.2 L'importance du secteur privé

Parmi les flux de financement pour le développement, identifiés dans la section précédente, une portion se dirige vers les États et les organismes publics, alors qu'une autre portion se dirige vers le secteur privé. De plus en plus, le secteur privé est perçu comme la solution aux enjeux de développement. Une nouvelle approche de la BM intitulée « *maximizing finance for*

development » a vu le jour en 2018 et préconise l'engagement du secteur privé dans les projets de développement d'envergure, non seulement en tant que source de financement, mais aussi en tant que réalisateur des projets (World Bank, 2017). Dans cette section, nous nous penchons donc sur le potentiel du secteur privé comme moteur de croissance et comme réalisateur des objectifs de développement durable (ODD). Puis, nous examinons les sources de capitaux privées, qui sont essentielles au financement des entreprises privées qui génèrent la croissance.

1.2.1 Le secteur privé : moteur de croissance

Les entreprises du secteur privé sont un moteur de croissance pour les PED. Dans la littérature, le secteur privé est perçu comme concourant à la croissance économique et à la réduction de la pauvreté. Par exemple, Jaax (2020) constate que les firmes multinationales, grâce aux emplois qu'elles créent, contribuent à réduire la pauvreté de manière significative au Vietnam entre 1999 et 2009; alors que Suryadarma et Suryahadi (2007) observent que la réduction de la pauvreté en Indonésie est associée à la croissance de la formation brute de capital fixe, un proxy pour la croissance du secteur privé.

Selon le *rapport conjoint des IFD sur le développement stimulé par le secteur privé*, les entreprises privées contribuent à la croissance économique dans les PED, car elles permettent une augmentation de la productivité et des transferts de connaissances, tout en étant les plus grands créateurs d'emplois, générant neuf emplois sur dix dans les PED (IFC, 2011). Le secteur privé et ses employés sont également les principaux payeurs d'impôts aux gouvernements locaux, ce qui permet à ces derniers de supporter leurs opérations et leurs investissements dans le secteur public, notamment dans des secteurs essentiels pour le développement, comme l'éducation, la santé et les infrastructures (OCDE, 2015). Les entreprises privées peuvent aussi agir à titre de partenaires ou d'alternatives au gouvernement afin de réaliser des projets d'envergure dans ces secteurs en lien direct avec les ODD. C'est d'ailleurs l'approche préconisée par la BM avec sa stratégie « *maximizing finance for development* » (World Bank, 2017). Le secteur privé peut aussi créer des institutions de financement afin de permettre le financement des micro, petites et moyennes entreprises dans les PED, favorisant l'inclusion économique et la croissance de l'entrepreneuriat. En ce qui a trait à la sécurité alimentaire, aux changements climatiques et à la production responsable, ces objectifs dépendent beaucoup du secteur privé. C'est celui-ci qui opère les entreprises qui produisent de la nourriture, qui génèrent des gaz à effets de serre et qui impactent l'environnement. Il lui incombe donc d'améliorer la productivité des entreprises

agroalimentaires, tout en utilisant et en développant de nouvelles formes d'énergie réduisant l'empreinte environnementale (IFC, 2011).

Le financement est le principal défi auquel fait face le secteur privé pour réaliser ces nombreux objectifs. Selon le *Enterprise Survey* de la Banque mondiale, environ 45 % des entreprises dans les pays à faible revenu considèrent que l'accès au financement est un obstacle majeur à leur survie. Le pourcentage s'abaisse à 30 % dans les pays à revenu intermédiaire et au-delà de 20 % dans les pays riches (IFC, 2011). Les problèmes d'accès au financement peuvent provenir de différents facteurs, soit d'un manque réel de financement pour les PME (soit parce que les banques sont averses au risque, soit parce que le secteur financier et les marchés des capitaux sont peu développés), soit d'un manque de projets bancables. Ce dernier facteur peut être causé par un climat d'investissement inapproprié, par une faible capacité institutionnelle de la part du gouvernement, ou encore par un manque de planification de la part des entreprises.

1.2.2 Le secteur privé : source de financement

Afin de pallier le défi du financement, les capitaux de sources privées représentent un potentiel considérable, notamment quand on les compare aux capitaux de source publique. Tel que mentionné dans l'introduction, un montant de 3 300 à 4 500 milliards de dollars US en financement annuel a été estimé nécessaire afin de concrétiser les ODD dans les PED (UNCTAD, 2014). Face à ce besoin de financement considérable, une nouvelle mesure internationale de soutien public total au développement durable a été évaluée par l'OCDE. Celle-ci estime que 311 milliards de dollars US provenant des ressources publiques officielles ont été déployés pour le développement durable en 2019 (OCDE, 2021b). En comparaison, les investissements directs étrangers bruts acheminés vers les pays en développement atteignaient 685 milliards de dollars US la même année, soit plus du double (UNCTAD, 2020). De plus, les investisseurs privés de type institutionnel, comme les fonds de pension, les fonds souverains, les compagnies d'assurance, les banques, les sociétés de capital-investissement et les gestionnaires d'actifs ont également un rôle important à jouer. Un rapport de Convergence (2018), qui est un groupe de travail sur le financement mixte, estime que ces acteurs institutionnels représentent quelques 200 000 milliards \$US d'actifs sous gestion dans le monde, et que présentement environ 2 000 milliards \$US de ces actifs sont investis en actifs alternatifs dans les pays en développement, majoritairement dans ceux catégorisés à revenu intermédiaire. Il n'est pas irréaliste de penser qu'une portion de ces sommes peut être réorientée vers les objectifs internationaux de

développement, et que ces acteurs institutionnels représentent un potentiel important pour le développement.

À la lumière de ces chiffres, il apparaît donc évident que les ressources publiques ne constituent qu'une fraction des flux disponibles pour le développement et qu'elles ne sont pas suffisantes à elles seules pour atteindre les objectifs. Ainsi, le capital privé, soit autant celui provenant des IDE que des investissements des acteurs institutionnels, est d'une importance cruciale pour combler le déficit de financement. Notons que les investisseurs institutionnels s'intéressent de plus en plus aux pays émergents, car ils recherchent des rendements élevés et diversifiés. Les pays émergents représentent une opportunité de rendements plus élevés que ceux des pays développés, notamment en raison de leur croissance relative plus grande et du potentiel que représentent les déficits à combler dans ces pays (Beschloss, 2019). Cependant, ils représentent aussi un risque perçu ou réel plus élevé pour les investisseurs. C'est dans cette optique qu'il est important que les ressources publiques pour le développement contribuent à réduire le risque encouru par les sources privées de capitaux; d'une part, en s'associant avec les gouvernements locaux afin de créer un meilleur climat d'investissement pour le secteur financier, d'autre part, en pavant la route avec des exemples de réussite concrets d'investissements dans les PED. Dans la prochaine section, nous examinons comment les IFD peuvent remplir ce rôle.

1.3 Les institutions financières de développement (IFD)

1.3.1 Définition, rôles et objectifs des IFD

Les IFD sont des institutions opérant comme des banques ou des filiales de banques, dont le rôle est de soutenir le développement du secteur privé dans les PED. L'actionnariat de ces entités peut être entièrement gouvernemental ou peut être composé d'un regroupement mixte d'actionnariats privé et gouvernemental (OCDE, 2014). Les IFD peuvent également être de nature bilatérale ou multilatérale. Celles qui sont bilatérales ont un seul gouvernement actionnaire et font souvent la promotion de l'agenda de développement de celui-ci, alors que les IFD multilatérales sont détenues par plusieurs gouvernements et sont donc soumises au droit international (OCDE, 2014). Les IFD multilatérales sont souvent des branches d'institutions financières internationales (IFI) assignées au secteur privé. Les IFI sont des institutions financières qui jouent le rôle d'intermédiaires sur les marchés financiers et qui travaillent surtout avec les gouvernements des pays en développement sur des projets d'envergure. Elles ont pour but d'améliorer l'environnement macroéconomique des pays en question, en faisant des prêts

au secteur public notamment. La distinction entre IFI et IFD est importante: alors que les IFI travaillent principalement avec les acteurs publics des PED et fournissent du financement à un taux concessionnel, les IFD, une branche des IFI, elles, travaillent avec le secteur privé et le financent de manière non concessionnelle, de la même manière que le feraient des institutions financières commerciales. Les IFD agissent donc, pour ainsi dire, comme des acteurs commerciaux; elles sont d'ailleurs tenues d'être financièrement autonomes et d'être rentables afin d'accroître leurs investissements année après année. L'objectif principal officiel des IFD reste toutefois développemental. Dans le rapport conjoint des IFD sur le développement du secteur privé (IFC, 2011), les IFD se présentent comme le chaînon manquant de la solution au déficit de financement vécu par le secteur privé des PED. Concrètement, elles y définissent leur rôle en plusieurs volets :

- **Fournir du financement aux compagnies du secteur privé qui manquent d'accès à des sources de capital privé.** Le financement est généralement fait aux taux du marché, mais selon des termes et des conditions qui ne sont pas disponibles pour le secteur privé dans la région. Par exemple, les IFD sont en mesure de financer des prêts à long terme, nécessaires pour des projets de profil longue durée comme ceux en infrastructure, ce que peu d'institutions financières sont en mesure de faire. Elles sont également en mesure de procurer des capitaux propres, qui sont essentiels pour la viabilité commerciale des entreprises.
- **Procurer des services consultatifs aux entreprises** afin de leur transférer des connaissances sur des principes de gestion et de comptabilité, ainsi que sur la responsabilité sociale des entreprises. Ainsi, elles assurent un meilleur potentiel de viabilité commerciale et de standards environnementaux, sociaux et de gouvernance aux entreprises qu'elles assistent.
- **Catalyser le financement d'autres investisseurs en mitigeant le risque** encouru lié au pays d'investissement et au projet lui-même. Par exemple, elles peuvent fournir des produits de garantie qui couvrent les principaux risques liés au pays d'investissement, comme la conversion de devise, le bris de contrat, l'expropriation ou autre risque politique. De plus, lorsqu'elles participent à un projet de syndication de crédit, elles réduisent le risque perçu du projet, car leur participation est garante d'un processus de diligence raisonnable réussi et du respect des normes régissant le projet, le commanditaire et la gouvernance.

- **Créer de nouveaux marchés, en démontrant la viabilité de projets** du secteur privé dans des régions perçues comme risquées par les investisseurs commerciaux, soit celles qui sont très pauvres ou en conflit. Le succès de leurs projets d'investissement crée des exemples de réussite et devrait donc attirer d'autres investisseurs privés qui sont motivés par des incitatifs de « rendement-risque ». C'est ce que l'on appelle l'effet d'entraînement ou l'effet de démonstration.
- **Contribuer à créer un réseautage au sein de l'écosystème du financement** et du secteur privé des PED. En collaborant avec divers acteurs, elles aident les entreprises locales à établir des contacts avec d'autres entreprises, des banques, des investisseurs privés et des institutions financières internationales.

1.3.2 Les principes communs qui gouvernent les activités des IFD : l'importance de l'additionnalité

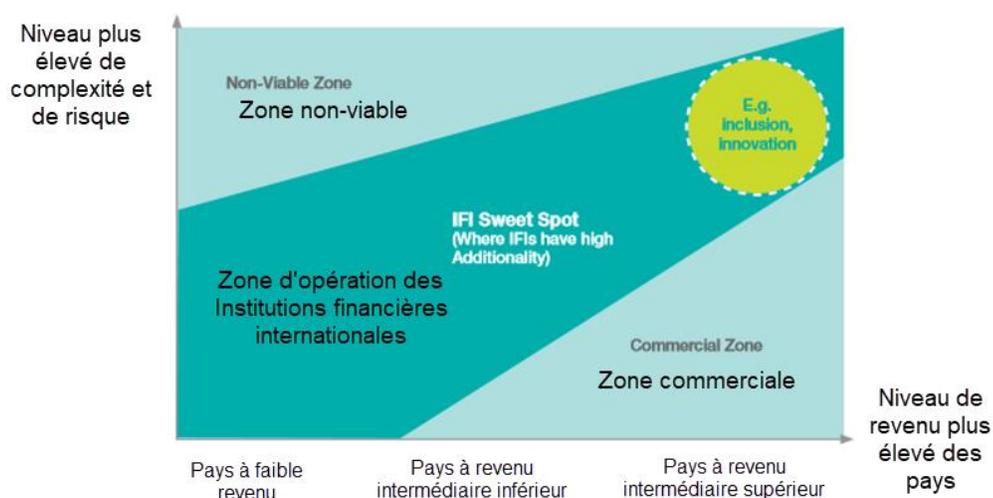
En 2012, un groupe de travail des IFD multilatérales a publié un document de travail dans lequel sont identifiés et définis les cinq principes de base communs qui devraient régir les opérations des IFD dans le secteur privé (EBRD, 2012). Ces principes sont: l'additionnalité, l'effet d'entraînement, la durabilité commerciale, le renforcement des marchés et la promotion de standards élevés. L'adoption de ces principes avait pour but de guider les opérations des IFD, afin que celles-ci n'empiètent pas sur les opérations de la finance commerciale, qu'elles maximisent leur impact et qu'elles renforcent, plutôt que de remplacer, les marchés financiers existants dans les PED (EBRD, 2012). Nous décrivons ici de façon plus détaillée ce qu'est le principe d'additionnalité, car ce concept est utilisé dans notre étude comme déterminant possible des investissements de la SFI. Les définitions des quatre autres principes de base des opérations des IFD se retrouvent à l'annexe B.

Le principe d'additionnalité est probablement le principe le plus déterminant de la valeur ajoutée des opérations des IFD dans le secteur privé. Ce principe dicte que la contribution (service-conseil, investissements) des IFD doit aller au-delà de ce qui est disponible sur le marché commercial, et peut même remplacer le marché commercial si celui-ci n'existe pas, mais qu'en aucun cas leur contribution ne doit évincer celui-ci. Par exemple, les investissements des IFD ne devraient jamais compétitionner avec les investissements commerciaux. Si une entreprise peut obtenir le financement requis de la part d'une banque ou d'autres investisseurs privés, les IFD ne devraient pas venir remplacer ces acteurs. Le *Cadre harmonisé pour l'additionnalité dans les*

opérations du secteur privé de la Banque mondiale précise que la présence d'additionnalité est possible « en raison de défaillances du marché qui font en sorte que les financiers commerciaux n'ont pas la volonté ni/ou la capacité d'offrir certains services de financement. Cette absence de la part des financiers commerciaux reflète un risque d'investissement, réel ou perçu, cyclique ou persistant. Les caractéristiques des IFD font en sorte qu'elles sont tout de même capables d'offrir du financement à des conditions raisonnables, ce qui abaisse le risque ou la perception du risque. » (World Bank, 2018; traduction libre)

L'additionnalité est considérée comme étant une condition essentielle de toute potentielle intervention d'une banque de développement multilatérale dans le secteur privé. Il est important que les investissements des IFD soient choisis dans le but de combler les défaillances existantes du marché. Elles devraient intervenir pour pallier les lacunes des marchés privés, et non pour les concurrencer. Dans le cas où les opérations des IFD n'apportent pas d'additionnalité au projet, les IFD doivent s'abstenir de participer à ce projet et laisser la finance commerciale faire son œuvre. La figure 3, tirée du rapport *International Finance Institutions and Development through the Private Sector: A Joint Report of 31 Multilateral and Bilateral Development Finance Institutions* (2011), illustre bien la zone d'opération des IFD afin que le principe d'additionnalité soit respecté.

Figure 3: Zone d'opération des Institutions financières internationales selon le potentiel d'additionnalité



Source: *International Finance Institutions and Development through the Private Sector: A joint report of 31 multilateral and bilateral development finance institutions (IFC, 2011)*

Dans les pays les plus pauvres, là où la finance commerciale est pratiquement inexistante, les projets financés par les IFD sont des projets relativement simples et peu risqués. Dans les pays à revenu plus élevé, qui ont déjà accès à du capital commercial, les IFD devraient se concentrer sur des projets plus complexes et plus risqués afin d'apporter une additionnalité. Elles ne sont pas supposées empiéter sur la zone financière commerciale déjà existante, mais elles doivent tout de même trouver un équilibre entre additionnalité et prise de risque, en évitant les projets non viables financièrement.

1.4 La Société financière internationale (SFI)

La Société financière internationale (SFI), que nous analysons dans cette étude, est une IFD membre du Groupe de la Banque mondiale, mais constitue une entité juridique distincte dont les statuts, le capital-actions, la structure financière, la direction et le personnel lui sont propres. Établie en 1956, la SFI est détenue par 185 pays membres. L'adhésion à la SFI n'est ouverte qu'aux pays membres de la BM. La SFI est aujourd'hui la plus grande institution de développement axée sur le secteur privé, ayant fourni au fil des ans près de 250 milliards de dollars US de financement aux entreprises des pays en développement (IFC, n.d). Le Groupe de la Banque mondiale est composé de la SFI, de la Banque internationale pour la reconstruction et le développement (BIRD), de l'Association internationale de développement (IDA), de l'Agence multilatérale de garantie des investissements (MIGA) et du Centre international pour le règlement des différends relatifs aux investissements (CIRDI). Alors que la SFI œuvre dans le secteur privé, la BIRD accorde, quant à elle, des prêts aux pays classifiés à revenu intermédiaire et aux pays à faible revenu qui sont solvables. L'IDA, elle, fait des dons ou des prêts sans intérêts aux États les plus pauvres.

1.4.1 Son mandat

En plus d'adhérer aux principes communs qui guident les activités des IFD, la SFI a aussi défini son propre mandat dans ses statuts et a adopté ses propres stratégies au fil du temps, stratégies que nous définirons plus loin. Selon ses statuts, le mandat de la SFI consiste à :

« Favoriser le développement économique en encourageant la croissance des entreprises privées productives dans les pays membres, en particulier **dans les régions les moins développées, complétant ainsi les activités de la Banque internationale pour la reconstruction et le développement (BIRD)**. Ce faisant, la société, en association avec des investisseurs privés,

soutient la création, l'amélioration et l'expansion d'entreprises privée **productives**, ce qui contribue au développement de ses pays membres, en réalisant des investissements sans garantie de remboursement par le gouvernement du pays membre concerné, et **dans les cas où les capitaux privés ne sont pas disponibles à des conditions raisonnables** ». (IFC, 2020b; traduction libre)

La priorité de la SFI, selon son mandat, est donc le développement économique dans les pays les moins développés. Elle réalise son mandat en investissant dans le secteur privé de ces pays, mais en respectant toujours les principes d'additionnalité et de durabilité commerciale. Elle doit investir strictement dans des entreprises productives, donc qui sont rentables, sous la condition que les projets ne pourraient pas avoir lieu de la même manière sans son apport, en raison de la non-disponibilité du financement privé à des termes raisonnables.

De plus, la société « cherche à stimuler et à contribuer à créer des conditions propices à la circulation des capitaux privés, nationaux et étrangers, vers les investissements productifs dans les pays membres » (IFC, 2020b). Donc, la SFI cherche également à créer un effet d'entraînement en attirant le capital privé vers les pays en développement, toujours dans le but de stimuler le développement économique de ceux-ci. Ces fondations de la stratégie de la SFI sont présentes depuis la création de la société en 1956.

1.4.2 Ses activités

La SFI fournit des investissements, des services-conseils et des services de gestion d'actifs. La SFI finance des projets et des entreprises dans les pays en développement au moyen de prêts et de prises de participation en actions à partir de son propre compte et en mobilisant des financements pour le secteur privé de sources étrangère et locale. La mobilisation de financement de tiers investisseurs est un pilier du rôle développemental de la SFI. Cela permet de fournir des montants de financement plus importants que ce que, seule, la SFI pourrait livrer, ce qui augmente le montant total de financement disponible pour atteindre les objectifs de développement mondiaux.

Les prêts

Les prêts accordés pour le propre compte de la SFI le sont généralement pour une période assez longue, soit de 7 à 12 ans, et ils peuvent être octroyés en monnaie locale afin de réduire le risque de variation du taux de change pour les entreprises qui empruntent. La SFI accorde également

des prêts à des banques intermédiaires et à d'autres types d'institutions financières afin que celles-ci puissent reprêter ces montants aux individus et aux petites et moyennes entreprises locales. Au cours de l'exercice financier 2019, la SFI a pris des engagements de 7,1 milliards US en nouveaux prêts pour son propre compte (IFC, n.d.-b). La SFI est également active en syndication de crédit. La syndication de crédit se produit lorsque plusieurs investisseurs se regroupent pour faire un prêt afin de diminuer leur exposition au risque individuel. En mobilisant du crédit chez d'autres investisseurs, de sources étrangère ou locale, la SFI agit comme un chef de file au sein des opérations de syndication de crédit dans le secteur privé des PED. En 2020, près de 5 milliards de dollars US ont été mobilisés par la SFI en prêts syndiqués (IFC, 2020a).

Les investissements en action

La SFI investit en capital-actions dans les entreprises et les institutions financières par le biais de prises de participation directe ou de fonds de capital-investissement. Elle limite son investissement entre 5 % et 20 % des capitaux propres d'une entreprise, afin d'encourager la diversité de l'actionariat. Elle encourage notamment les cotations publiques lorsque cela est possible, ce qui aide à stimuler les marchés financiers locaux. Pour l'année financière 2019, la SFI s'est engagée à investir 1 milliard de dollars US en prise de participation en actions pour son propre compte (IFC, n.d.-b). La SFI gère également la Société de gestion d'actifs de la SFI (AMC). Celle-ci mobilise le capital d'investisseurs institutionnels, tels que des fonds souverains, des fonds de pension et des institutions financières du développement, afin d'investir dans des fonds qui se concentrent sur des opportunités d'investissements de la SFI, dans le but de produire des répercussions constructives pour le développement. Depuis sa création en 2009, la société a levé plus de 10,1 milliards de dollars US dans 13 fonds qui investissent dans des transactions de la SFI dans les PED. (IFC, n.d.-b)

Les produits de garantie

Les produits de garantie s'adressent particulièrement aux institutions financières et à d'autres investisseurs institutionnels qui allouent des prêts au secteur privé des PED. Comme exemple, à travers les garanties de crédit partielles, la SFI s'engage à garantir un montant prédéterminé des intérêts ou du principal des titres de créance émis par des entreprises du secteur privé. Ce produit assure aux investisseurs une certaine sécurité quant au profil de risque de la transaction. De plus, le programme de financement du commerce mondial de la SFI garantit des obligations

de paiements liées au commerce des entreprises dans les PED. En atténuant le risque pour les institutions financières, cette forme de garantie encourage celles-ci à financer le commerce dans les PED. Les engagements de la SFI pour le financement du commerce égalaient 4,5 milliards de dollars US en 2019 (IFC, n.d.-b). D'autres produits de garantie de la SFI incluent des facilités de partage de risque pour les institutions financières et des investissements dans des instruments de titrisation, ces derniers regroupant divers actifs financiers non liquides détenus par les sociétés de financement œuvrant dans les PED.

Les instruments de gestion des risques

La SFI crée des instruments de gestion de risques pour certains de ses clients. Ces instruments peuvent prendre la forme de soutien aux liquidités et de swaps de devises et de taux d'intérêt. Ces investissements de la SFI, conçus afin d'aider les entreprises dans lesquelles elle investit à faire face à un risque spécifique, sont souvent associés à un investissement en actions ou à un prêt pour son propre compte.

Le financement concessionnel mixte

Le financement mixte consiste à utiliser des fonds de donateurs concessionnels afin de mobiliser davantage de financement à des termes commerciaux pour le développement durable des PED (OCDE, 2021d). Dans cette structure de financement, les fonds concessionnels contribuent à atténuer les risques d'investissement pour les investisseurs commerciaux. Le profil « rendement-risque » devient ainsi beaucoup plus intéressant pour eux que dans le cas où l'investissement serait effectué strictement selon des termes commerciaux (IFC, n.d.-b). Entre 2010 et 2020, la SFI a déployé 1,6 milliards de dollars US de fonds de donateurs concessionnels afin de soutenir 266 projets de financement mixte dans plus de 50 pays, mobilisant 5,8 milliards de dollars US de la SFI et 6,8 milliards de dollars US provenant d'autres sources privées (IFC, n.d.-b).

L'assistance technique et les services-conseils

La SFI offre de l'assistance technique et des services-conseils aux entreprises privées, aux institutions financières et aux fonds d'investissement œuvrant dans les PED. Elle assiste également les gouvernements des pays participants en les aidant à implanter des réformes qui encouragent l'investissement privé et à structurer des partenariats publics-privés. Depuis quelques années, la SFI clame adopter une approche plus stratégique, associant

systématiquement les programmes de conseil aux plus grands besoins identifiés (par pays ou secteur) par le Groupe de la Banque mondiale (IFC, n.d.-b).

1.4.3 Le financement des activités de la SFI

Afin de financer ses investissements, la SFI recourt à l'émission de dette sur les marchés financiers internationaux. Elle peut émettre des obligations à des taux d'intérêt très avantageux, car elle bénéficie d'une note triple A des agences de notation Moody's et Standard & Poor's, soit la note la plus élevée qui peut être attribuée par ces agences. Cette note avantageuse est octroyée grâce à une capitalisation solide de la société, qui est assurée par les pays membres actionnaires.

Cinquante-quatre pour cent (54 %) de la capitalisation provient de pays actionnaires qui ont une note de crédit AAA ou AA. Les principaux sont les États-Unis (22 % du capital), le Japon (6 %), l'Allemagne (5 %), la France (5 %) et le Royaume-Uni (5 %) (Moody's, 2020). Le droit de vote des pays actionnaires est proportionnel à leur part de capital investi.

Moody's souligne, dans son analyse de crédit 2020 de la SFI, que celle-ci se distingue des autres banques de développement par sa forte rentabilité. Entre 2011 et 2019, environ 90 % de ses fonds propres provenaient de bénéfices cumulés au fil des ans et l'institution surpasse ainsi ses pairs de manière constante quant à ses ratios de rendement des capitaux propres et de marges nettes d'intérêt réalisées. La création de profits semble donc importante pour la SFI, car elle lui permet par la suite d'emprunter davantage sur les marchés obligataires et d'augmenter la taille de son portefeuille d'investissement. Cependant, le ratio de levier de l'institution a diminué de manière régulière au fil des ans, ses nouveaux investissements dans les PED augmentant plus lentement que ses fonds propres (Moody's, 2020). Cette analyse financière de la SFI par Moody's laisse entrevoir que la SFI a ralenti sa prise de risque et est relativement conservatrice quant à l'augmentation de la taille de son portefeuille. La proportion de prêts non-performants de l'institution a d'autre part diminué ces dernières années, passant de 6.5% en 2015 à 4.4% en 2021. (World Bank Open Finances, n.d.).

Il est intéressant de noter qu'en 2018, les pays actionnaires de la SFI ont approuvé une augmentation de la capitalisation de l'institution de 5,5 milliards de dollars US pour les prochaines années (World Bank Group, 2020). Cet accroissement du financement de la société lui permettra d'accroître la taille de son portefeuille de manière significative. Par ailleurs, la SFI

s'est engagée à augmenter la proportion de son portefeuille destinée aux investissements dirigés vers les pays membres de l'IDA (les plus pauvres) et les États fragilisés par les conflits. Cette proportion s'établira désormais à 40 % (World Bank Group, 2018).

1.4.4 L'histoire de l'institution

Dans cette section, nous présentons un historique de la SFI, de sa création jusqu'à aujourd'hui.

La SFI a vu le jour en 1956, dotée d'un capital de 100 millions de dollars US et de 12 employés. Le fondateur, Robert Garner, était vice-président de la BM depuis 1947 et était convaincu que le secteur privé avait un rôle important à jouer pour le développement international. À cette époque, cette vision était novatrice. Le monde était différent : la mondialisation de l'économie n'avait pas encore eu lieu et la responsabilité du développement relevait du secteur public. Il y avait alors très peu d'investissements du secteur privé dans les pays en développement et peu d'ambitions de les augmenter (World Bank Group, 2003).

Le secteur financier, les infrastructures et le climat d'investissement en général étaient faibles dans les PED et représentaient une embûche importante pour la croissance du secteur privé dans ces pays. Les entrepreneurs de ces régions avaient donc peu d'accès aux sources domestiques et extérieures de capital. Garner y a vu une opportunité. Il était convaincu qu'une nouvelle institution autonome au sein de la Banque mondiale, qui investirait dans les entreprises privées sans avoir de garanties gouvernementales et qui attirerait les capitaux privés d'autres investisseurs ce faisant, pourrait faire une différence pour le secteur privé de ces pays et pour le développement.

La SFI était la première organisation intergouvernementale dont l'objectif premier était la promotion de l'entreprise privée. Les articles d'accord de la SFI comprenaient déjà trois principes qui guident encore ses activités aujourd'hui (World Bank Group, 2003) :

- 1) Principe commercial : la SFI adopte pleinement le risque commercial de ses investissements; sans garanties gouvernementales et générant un profit grâce à ses opérations.
- 2) Courtier honnête : la SFI a pour objectif de réunir opportunités d'investissement, capitaux domestiques et étrangers et gestionnaires expérimentés.

- 3) Rôle catalytique : la SFI investit dans les projets pour lesquels il n'existe pas assez de capitaux privés selon des termes raisonnables. Par un effet de démonstration, elle cherche ensuite à attirer plus de capitaux privés à investir dans le secteur privé des PED.

Au départ, la SFI travaillait surtout avec des multinationales étrangères pour les aider à s'établir dans les pays en développement. Le premier investissement de la SFI fut un prêt de 2 millions de dollars à la multinationale Siemens qui contribua à la fabrication d'équipement électrique au Brésil. Les premiers investissements de la SFI étaient limités à des prêts, d'un ordre de grandeur allant de 200 000 à 3 millions de dollars, qui finançaient principalement des projets industriels en Asie et en Amérique du Sud (World Bank Group, 2003).

La première syndication de prêts de la SFI eut lieu en 1959, démontrant sa capacité à attirer les capitaux privés d'autres investisseurs. Le premier investissement sur le continent africain eut lieu, quant à lui, en 1960, élargissant la portée géographique la SFI. Puis, c'est en 1961 que la Charte de l'institution fut modifiée afin de permettre les investissements en capital-actions. Le premier investissement de ce type fut concrétisé l'année suivante, élargissant la boîte à outils de la SFI pour réaliser ses objectifs. L'organisation dut essayer ses premières critiques vers 1969, alors que la Commission Pearson, chargée de produire un rapport sur l'état du développement international, critiqua la société d'insister trop sur la rentabilité comme critère d'investissement et de ne pas mettre davantage l'accent sur les implications de ses investissements pour le développement (IFC, n.d.-a).

Dans les années 1970 et 1980, la SFI met de l'avant l'expression « marchés émergents », définissant ainsi une nouvelle classe d'actifs pour les investisseurs. Elle crée d'ailleurs une base de données divulguant les rendements des entreprises des marchés émergents, créant la base des premiers indices d'actions émergentes. Elle crée aussi les premiers fonds d'investissement de pays, fonds cotés en bourse et fonds de *private equity*. Pendant cette période, la SFI participe à l'émergence et à la croissance d'entreprises bien connues aujourd'hui, comme LG Electronics en Corée du Sud et Groupe Tata en Inde. Elle débute également des activités de service-conseils auprès des entreprises. En 1989, elle obtient sa première notation de crédit triple A, permettant à un important programme d'emprunt multidevises de se développer.

Dans les années 1990, avec la chute de l'URSS, l'importance du secteur privé pour le développement économique de même que l'influence de la SFI sont beaucoup plus reconnues

sur la scène internationale. Elle participe à la privatisation de plusieurs entreprises publiques durant cette période. Le secteur de l'infrastructure devient également un pôle d'investissement important pour l'institution pendant ces années. C'est aussi vers la fin des années 90 que la SFI commence à financer des projets en devises locales, permettant ainsi de réduire le risque de change pour les entreprises locales des PED. Cette formule deviendra un pilier important de la stratégie de la SFI dans le secteur privé des PED (IFC, n.d.-a).

1.4.5 La SFI 1.0, 2.0 et 3.0 : l'évolution des stratégies

La stratégie des quarante premières années de la SFI, communément appelée SFI 1.0, se concentrait autour d'un modèle opérationnel basé sur les transactions et consistait principalement à attirer les capitaux étrangers dans les PED, comme ceux des multinationales et des banques étrangères.

La SFI 2.0 est le nom donné à la stratégie qui débuta vers les années 2000. Dans le cadre de celle-ci, la SFI a changé son modèle pour une approche beaucoup plus centrée sur l'engagement envers les clients et sur les résultats des projets qu'elle finance en développement. Elle finance davantage les compagnies locales et s'associe autant avec les investisseurs étrangers que locaux, afin de financer les projets. De plus, elle a mis l'accent sur le développement des marchés des capitaux et des intermédiaires financiers locaux dans les PED, facilitant l'accès à du capital notamment pour les petites et moyennes entreprises (IFC, n.d.-a).

La SFI 2.0 amorce également une décentralisation de ses activités, de Washington vers des bureaux extérieurs dans les PED, afin d'être plus près des clients. De plus, à cette époque, la SFI prétend étendre ses opérations en Afrique, dans les pays IDA et en situation de conflit. Elle étend aussi ses activités de service-conseils et crée de nouveaux produits afin d'attirer les investisseurs institutionnels dans les PED. Notamment, elle crée la Société de gestion d'actifs (AMC) et un accord-cadre de coopération pour le cofinancement en 2009. À partir des années 2000, les concepts de développement durable et environnemental, de société et de gouvernance ont pris beaucoup d'importance, et la SFI adopte des normes de performance afin d'incorporer ces concepts dans les projets qu'elle entreprend. En 2007, la SFI résume sa vision du nouveau millénaire en une phrase : « Créer des opportunités pour que les gens échappent à la pauvreté et améliorent leur vie ». Plus tard, la phrase est devenue un slogan d'entreprise : « Créer des opportunités là où elles sont le plus nécessaires » (IFC, n.d.-a).

C'est en décembre 2016 que la stratégie de la SFI 3.0 voit le jour, sous la tenure de Philippe Le Houérou, PDG de la SFI. Cette stratégie représente une évolution importante du modèle d'affaires de l'institution et apporte des changements considérables dans la structure organisationnelle de la société, dont l'équipe de direction. Le premier pilier de la nouvelle stratégie est la création de marchés. Dans cette optique, la SFI travaille de plus en plus en amont, en s'impliquant plus tôt dans le cycle de développement de projets afin de créer des opportunités d'investissement et des marchés là où il n'en existait pas avant son intervention (IFC, 2020b).

Cette approche s'attaque à l'un des plus grands obstacles de l'épanouissement du secteur privé dans les PED : le manque de projets assez prometteurs pour être considérés comme « bancables » par les investisseurs internationaux. La SFI va donc maintenant intervenir pour créer les conditions de projets prometteurs dans les régions plus pauvres (IFC, 2020b).

C'est là un changement important du processus de sélection des projets, car avant la SFI répondait à des demandes de financement pour initier un projet. Cela requiert une collaboration importante avec le reste de la Banque mondiale également, afin de coordonner l'élaboration de conditions politiques et réglementaires propices à la création de nouveaux marchés. Le deuxième pilier de la SFI 3.0 est de mobiliser davantage de capitaux privés à des fins de développement, en particulier dans les pays à faible revenu et ceux touchés par la fragilité et les conflits. La SFI met d'ailleurs l'accent sur l'Afrique comme continent ciblé par ses efforts. Afin de renforcer sa présence sur le terrain, elle ouvre neuf nouveaux bureaux en Afrique subsaharienne (IFC, 2020b).

Dans le cadre de notre étude, nous tenterons d'analyser si les déterminants des investissements de l'institution se conforment à l'adoption de ces différentes stratégies.

Chapitre 2

Revue de Littérature

Ce chapitre présente une revue de littérature portant sur notre sujet de recherche. Celle-ci est divisée en quatre parties. La première présente les principaux déterminants d'allocation de l'aide au développement, alors que la deuxième partie examine des études qui appliquent les théories se reliant à ces déterminants chez les institutions financières internationales. La troisième partie se penche sur la littérature spécifique aux institutions financières de développement (IFD) et à la SFI, particulièrement en ce qui a trait à leurs choix d'allocation de leurs investissements et à la prise de risques dans leur portefeuille, qui est parfois considérée trop faible étant donné l'ampleur de leurs objectifs de développement. La quatrième partie met en évidence les déterminants d'allocation des investissements privés, ceux-ci pouvant avoir une influence sur la SFI en raison de ses doubles objectifs de développement et de profitabilité. Le chapitre conclut avec l'énoncé de nos hypothèses de notre recherche, qui seront ensuite testées empiriquement dans les chapitres suivants.

2.1 Les déterminants d'allocation de l'aide au développement

La littérature présente deux grands courants qui définissent la thématique de l'aide au développement : celle qui porte sur les déterminants de l'aide et celle qui étudie l'efficacité de cette dernière. Alors que la littérature sur les déterminants de l'aide au développement analyse les motifs qui amènent les donateurs à allouer de l'aide à un pays plus qu'à un autre, la littérature sur l'efficacité de l'aide examine si l'assistance au développement réussit à atteindre ses objectifs de création de croissance et de réduction de la pauvreté dans les pays où elle est allouée. Notre étude porte sur les déterminants d'allocation des investissements de la SFI, et s'inspire donc du courant portant sur les déterminants de l'aide au développement. Les motivations d'allocation d'aide internationale sont pertinentes pour étudier les choix de la SFI, car celle-ci a des objectifs de développement semblables aux objectifs de l'aide au développement. Nous présentons une recension des écrits sur l'allocation de l'aide et nous décrivons les motifs et théories qui sont explorés dans la littérature.

2.1.1 La distinction entre les méthodes normative et descriptive

Les études sur l'allocation de l'aide au développement peuvent s'inscrire dans un cadre normatif ou analytique-descriptif. La méthode dite « analytique-descriptive » examine l'allocation de l'aide et les déterminants qui pourraient avoir été pris en compte dans le processus d'allocation. Cette méthode examine si les choix d'allocation correspondent à diverses théories mises de l'avant pour expliquer les comportements des donateurs, qui sont souvent des institutions internationales ou des États. Cela diffère des études de type normatif, qui établissent plutôt des critères d'efficacité pour l'aide au développement et évaluent ensuite la performance de différents donateurs selon ces critères (McGillivray, 2004).

Dans notre revue de littérature, nous nous concentrons sur les études analytiques-descriptives, car notre méthodologie s'inspire de la méthode employée par ces études : nous observons les comportements d'investissement de la SFI, nous identifions ensuite les principaux déterminants de ses choix d'investissement, puis nous évaluons si ces déterminants correspondent aux théories proposées dans la littérature. Notons toutefois qu'il y a une touche normative dans notre approche, car nous évaluons également le comportement d'investissement de l'agence par rapport à ses critères officiels énoncés et au changement de ces critères au fil des différentes directions stratégiques de l'institution.

Nous décrivons ci-dessous les principales théories qui expliquent les comportements des donateurs dans la littérature sur l'allocation de l'aide au développement selon les pays et explorons certaines recherches importantes qui s'y rapportent.

2.1.2 Le paradigme des théories des besoins du pays bénéficiaire et de l'intérêt du donateur

Il existe deux courants de pensée principaux qui dominent la littérature sur l'allocation de l'aide au développement depuis les années 1970. Il s'agit de la théorie des besoins du bénéficiaire et de celle de l'intérêt du donateur. La première suppose que l'aide sera allouée aux pays qui en ont le plus besoin. La notion de besoin est souvent basée sur des indicateurs de pauvreté, d'inégalité ou de développement humain. Par exemple, la variable la plus fréquemment utilisée pour déterminer si l'aide est allouée selon le besoin du bénéficiaire est le revenu par habitant, mais des mesures de développement humain comme l'espérance de vie et la mortalité infantile peuvent également être utilisées (Neumayer, 2003b). Il y a aussi certaines études qui utilisent des variables macroéconomiques se rapportant au besoin économique des pays comme son taux

d'inflation ou sa réserve de devises étrangères (Neumayer, 2003b). De plus, la plupart des études contrôlent la population, car une plus grande population indique un plus grand besoin, toute chose étant égale par ailleurs. Cette théorie, qui stipule que les donateurs alloueront l'aide aux pays qui en ont le plus besoin, prend racine dans l'école de pensée idéaliste des relations internationales, qui clame que les acteurs internationaux sont motivés par des considérations humanitaires et d'équité entre les pays (Éthier, 2010).

La deuxième théorie, que l'on appelle celle de l'intérêt du donateur, se base sur l'hypothèse que les donateurs de l'aide au développement s'appuient sur leurs motivations propres (politique, militaire, commerciale ou autres) afin de déterminer à quels pays ils alloueront leurs dons. Selon cette théorie, ils poursuivent leurs intérêts propres plutôt que de donner par rapport aux besoins. L'aide est alors perçue comme un instrument qui peut servir les intérêts étrangers du donateur, que ce soit pour répandre des idées ou des valeurs, comme le capitalisme ou les valeurs des États de l'Ouest (Neumayer, 2003b). Quelques exemples de variables fréquemment présentées dans la littérature, pour démontrer cette théorie, sont les niveaux d'importations et d'exportations entre le donateur et le bénéficiaire (intérêt commercial), la direction du vote à l'ONU (intérêt politique) et l'historique colonial du bénéficiaire (intérêt stratégique/culturel). (Neumayer, 2003b; Berthelemy & Tichit, 2004; McGillivray & Oczkowski, 1992). Cette théorie de l'intérêt du donateur s'inscrit dans l'école de pensée réaliste des relations internationales, qui stipule que les États seraient principalement intéressés à garantir leur sécurité et à étendre leur puissance dans un contexte de compétition existant avec les autres États sur la scène politique internationale. Selon cette école, le succès des institutions internationales serait conditionnel à leur conformité aux intérêts des États les plus puissants (Éthier, 2010).

Ce paradigme de l'intérêt du donateur versus les besoins du bénéficiaire est étudié depuis les années 1970. Parmi les études les plus citées de l'époque, il y a McKinlay et Little (1977, 1978a, 1978b, 1979), ainsi que Maizels et Nissanke (1984). Ces auteurs confrontent les deux théories de l'allocation de l'aide en les évaluant à travers des modèles distincts. Ils examinent ensuite quel modèle explique le mieux la variation de l'aide. Ils trouvent que l'intérêt du donateur domine pour l'allocation de l'aide au développement bilatérale. Ces auteurs rejettent le modèle basé sur les besoins du bénéficiaire. McKinlay et Little (1979) vont même jusqu'à dire qu'il n'existe pas de liens entre l'allocation d'aide des États-Unis et les motifs humanitaires.

Mosley (1981), McGillivray et White (1993) et McGillivray (2003) démontrent que l'approche des auteurs précédents est problématique : si des facteurs des deux théories influencent l'allocation de l'aide, alors un modèle qui n'utilise que des facteurs associés à une seule des théories sera mal spécifié en raison de l'omission de variables pertinentes. Il est en effet logique de penser que, dans leur processus de décision d'allocation, les donateurs prendront en considération les besoins des bénéficiaires d'une part et leurs propres intérêts de l'autre.

Ainsi, les donateurs ne seraient pas totalement égoïstes, ni totalement altruistes. De ce fait, les conclusions tirées par les auteurs qui utilisent des modèles distincts pour leur évaluation des déterminants de l'aide sont remis en question, et la plupart des études récentes sur les déterminants d'allocation de l'aide au développement utilisent des modèles hybrides qui contiennent des variables reliées aux deux théories, ainsi que des variables reliées à la bonne gouvernance, qui est un facteur explicatif plus récent dans les études d'allocation de l'aide et sur lequel nous reviendrons.

Le consensus établi dans la littérature récente est que les besoins des bénéficiaires et les intérêts des donateurs sont tous des motifs importants de l'allocation de l'aide. La plupart des études observent une corrélation négative entre l'aide allouée par tous les type de donateurs et le revenu par habitant, indiquant que les donateurs allouent plus d'aide vers les pays plus pauvres (Harrigan & Wang, 2011; Neumayer, 2003b; Dollar & Levin, 2006).

Neumayer (2003b) étudie aussi une mesure de développement humain comme variable représentant le besoin du bénéficiaire, soit un indice qui mesure le niveau d'éducation, de mortalité infantile et d'espérance de vie. Cependant, l'auteur ne trouve pas de liens significatifs entre l'aide et cette variable une fois que le modèle inclut aussi le revenu. Il en conclut que les donateurs sont sensibles aux besoins économiques des pays, mais pas aux besoins de développement humain. Les intérêts du donateur sont aussi des déterminants d'allocation importants dans la plupart des études, mais les agences multilatérales semblent relativement moins influencées par ces motifs en comparaison de leurs homologues bilatéraux selon certaines études (Harrigan & Wang, 2011; Neumayer, 2003b).

2.1.3 La théorie de la gouvernance

Depuis les années 2000, la littérature étudie aussi l'importance de la gouvernance des pays receveurs d'aide comme déterminant d'allocation. La gouvernance est souvent définie en deux

volets : d'une part, le maintien de saines politiques économiques des pays, concernant l'inflation, les excédents budgétaires et l'ouverture aux échanges commerciaux; d'autre part, la présence d'institutions de qualité dans les pays, comme la force de l'État de droit, la qualité de la bureaucratie publique et le niveau de corruption (World Bank, 1998). Il existe deux raisons pour lesquelles les pays qui démontrent une bonne gouvernance devraient recevoir plus d'aide que les pays qui n'ont pas une gouvernance adéquate. La première est le concept que l'aide au développement est plus efficace pour atteindre ses objectifs lorsque les conditions de bonne gouvernance sont réunies chez le bénéficiaire (World Bank, 1998). Par exemple, Burnside et Dollar (1997) notent une corrélation entre la croissance économique et l'aide au développement reçue chez les PED, mais seulement lorsque de bonnes politiques économiques sont présentes dans les pays. Selon ces auteurs, l'aide n'aurait aucun effet sur la croissance lorsque la gouvernance est mauvaise. Plus récemment, Denizer *et al.* (2013) observent que la probabilité de succès des projets d'aide de la Banque mondiale est plus élevée dans les pays où les politiques et les institutions sont convenables. Les signataires du Consensus de Monterrey en 2002 endossent l'idée que l'aide, afin d'être efficiente, devrait être distribuée vers les pays qui font preuve d'une bonne gouvernance. La deuxième raison pour attribuer l'aide aux pays qui ont une bonne gouvernance est l'idée de « récompenser » ceux-ci, afin d'encourager les comportements des États qui adoptent de bonnes politiques et de bonnes institutions (World Bank, 1998). L'absence d'aide chez les pays adoptant une mauvaise gouvernance créerait un incitatif de changement. Brautigam (2000) avance d'ailleurs que l'aide, si elle est allouée aux pays qui ont une mauvaise gouvernance, réduirait les incitatifs de réforme et contribuerait au cercle vicieux permettant à la mauvaise gouvernance de perdurer. Ainsi, l'aide dirigée vers ces pays ne serait pas souhaitable en ce sens.

Cet intérêt accru porté sur la gouvernance, qui prit naissance dans les années 2000, se reflète dans les décisions d'allocation d'aide à partir de cette période. Dollar et Levin (2006) démontrent que les donateurs attribuent significativement plus d'aide aux pays qui ont des institutions démocratiques de qualité et des droits de propriété avancés. Cependant, cette corrélation est seulement observée par les auteurs depuis les années 2000. Selon leurs résultats, les donateurs allouaient relativement plus d'aide aux pays qui démontraient une faible gouvernance antérieurement, plus précisément entre 1984 et 1989. Les auteurs illustrent également que l'aide provenant des institutions multilatérales est plus sélective en matière de gouvernance que l'aide bilatérale. Dans son étude, Neumayer (2003b), lui, utilise plusieurs variables pour tenter

de couvrir l'éventail des aspects de la bonne gouvernance des pays : la démocratie, le respect de droits humains fondamentaux, le respect de l'état de droit, un faible fardeau réglementaire sur le secteur privé, l'ampleur perçue de la corruption et la part des dépenses publiques consacrées à des fins militaires. Il établit une association favorable entre les montants d'aide alloués et le respect des droits humains et un faible fardeau réglementaire. Un faible fardeau réglementaire sur l'économie semble être la variable qui a le plus de significativité statistique. Quant à eux, Berthelemy et Tichit (2004) signalent que le respect des droits politiques et des libertés civiles chez les PED est associé à un plus grand volume de l'aide reçue.

2.1.4 Les biais de la taille de population et de niveau du revenu

Certaines études sur les déterminants de l'aide au développement documentent des biais d'allocation par rapport à la taille de la population des pays bénéficiaires et au niveau de revenu de ceux-ci (Neumayer, 2003b; Harrigan & Wang, 2011; Fleck & Kilby, 2006; Alesina & Dollar, 2000). Selon la théorie des besoins du bénéficiaire, il est normal que les pays plus peuplés reçoivent plus d'aide, car il y a plus de besoins à combler. Cependant, si les plus grands pays reçoivent proportionnellement moins d'aide par habitant que les petits pays, on parle alors de biais de population.

Ce phénomène peut être expliqué par différents facteurs. D'une part, il y a l'hypothèse des intérêts géopolitiques des donateurs. Comme chaque pays détient un droit de vote à l'ONU, peu importe sa taille, les donateurs peuvent avoir un intérêt stratégique à aider plusieurs petits pays plutôt qu'un grand (Isenman, 1976; Harrigan & Wang, 2011). D'autre part, une autre hypothèse est liée à la capacité d'absorption limitée des pays plus larges pour des montants d'aide supplémentaires. Cela serait expliqué par des goulots d'étranglement techniques et administratifs dans les pays plus peuplés, qui empêcheraient une utilisation efficace de considérables montants d'aide au développement (Neumayer, 2003b). Dans le cas d'allocation d'investissements comme ceux de la SFI, il y a une notion de gestion de risque du portefeuille qui entre en jeu également. Si l'allocation de nouveaux investissements était faite proportionnellement à la taille de la population, une grande partie du portefeuille d'investissement se retrouverait dans des pays très peuplés comme la Chine et l'Inde. Cependant, avoir une trop grande concentration d'investissement dans certains pays expose la société à des risques macroéconomiques importants. La diversification des investissements dans plusieurs pays permet de réduire ces risques.

En ce qui a trait au biais d'allocation par rapport au niveau de revenu des bénéficiaires, ce concept réfère à l'observation que les pays à revenu intermédiaire reçoivent relativement plus d'aide que les pays à faible revenu. Ainsi, la relation existante entre le revenu par habitant et l'aide serait positive et décroissante : l'aide allouée augmente avec le revenu par habitant jusqu'à l'atteinte d'un certain seuil de revenu, puis à partir de ce seuil l'aide allouée diminue avec l'augmentation du revenu par habitant (Alesina & Dollar, 2000). Parmi les raisons avancées dans la littérature quant à la présence de ce biais, on retrouve : l'importance politique et économique des pays à revenu moyen, en comparaison aux pays très pauvres (en lien avec la théorie de l'intérêt du donateur); ou encore la bureaucratie mieux développée des pays à revenu moyen, qui permettrait une meilleure gestion de l'aide reçue et son efficacité (théorie des besoins/gouvernance). Harrigan et Wang (2011) trouvent un biais de la sorte chez les donateurs de nature bilatérale, mais pas chez ceux de nature multilatérale. Neumayer (2003b) constate également ce biais de revenu moyen chez la plupart des donateurs.

2.1.5 La théorie de l'inertie bureaucratique

Selon cette théorie, la bureaucratie omniprésente au sein des institutions qui allouent l'aide au développement crée une inertie dans la politique d'allocation, ce qui fait en sorte que l'allocation du passé est précurseur de l'allocation future (Feeny & McGillivray, 2008). Dans ce contexte, la définition de bureaucratie suit le courant de pensée de sociologues comme Crozier (1963) qui avance que les règles d'une organisation sont des contraintes qui peuvent paralyser l'innovation et la réalisation du changement. Par exemple, dans le cas de la BM, Kilby (2000) et Martens *et al.* (2002) mettent en lumière que le manque de ressources humaines et la pression interne de l'institution à maintenir un niveau croissant de flux pour le développement font en sorte que les agents de la BM se retrouvent contraints de favoriser la quantité de nouveaux prêts au détriment parfois de la qualité de ceux-ci. Dans cette optique, il est plus facile pour une institution bureaucratique soumise à différentes contraintes de diriger ses allocations vers des pays où elle a déjà de l'expérience opérationnelle plutôt que de développer de nouveaux canaux d'allocation d'aide.

2.3 Les déterminants d'allocation chez les institutions de finance internationale (IFI)

Dans la section précédente, nous avons brossé le portrait des déterminants qui influencent l'allocation de l'aide au développement selon la littérature portant sur le sujet. Dans cette section, nous passons en revue certaines études qui se penchent spécifiquement sur les

institutions de finance internationale (IFI) et les facteurs qui influencent l'allocation de leurs flux vers les PED. Il est pertinent de se pencher sur la littérature étudiant les IFI spécifiquement, car la SFI, sur laquelle porte notre recherche, fait partie du groupe des IFI et il est probable que les dynamiques d'allocation des IFI et de la SFI comportent des éléments similaires. Les IFI étant des organisations multilatérales détenues par une multitude de pays actionnaires dont les intérêts propres diffèrent, la logique veut que l'allocation des IFI ne soit pas influencée par les considérations politiques ou stratégiques de ceux-ci. L'allocation devrait plutôt tenir compte du mandat individuel de chaque IFI et de critères d'efficacité et d'équité. Cependant, certaines études démontrent que ce n'est pas nécessairement le cas.

Neumayer (2003b) étudie l'aide apportée par l'Association de Développement International (IDA) de la Banque mondiale. La situation est particulière pour l'IDA, car des règles spécifiques existent afin de déterminer les pays éligibles à recevoir de l'aide et les montants qui devraient leur être alloués. Neumayer établit que les pays plus peuplés et plus pauvres ont une plus grande probabilité de recevoir de l'aide et qu'ils reçoivent généralement plus d'aide, confirmant la théorie des besoins du bénéficiaire. De plus, tel qu'attendu, la théorie de l'intérêt du donateur ne donne aucun résultat significatif pour l'aide de l'IDA, alors que les pays ayant une bonne gouvernance, soit un plus grand respect des droits humains et un faible fardeau réglementaire, ont plus de chances de recevoir de l'aide et d'en recevoir davantage. Ces résultats correspondent aux attentes que l'on pourrait se faire d'une IFI.

Une étude de Basilio (2014) se penche sur les déterminants de la participation des banques de développement multilatérales (BMD) dans les projets d'infrastructure des PED. L'auteure examine les projets d'infrastructure public-privés (PPP) réalisés dans les PED entre 1990 et 2007. Elle teste une multitude de variables afin de fournir un portrait exhaustif de ce qui détermine la probabilité de participation des BMD dans de tels projets et de l'ampleur de leur participation le cas échéant. Basilio démontre que les BMD sont plus susceptibles d'investir dans des projets d'infrastructure dans les pays qui sont plus pauvres. Ces résultats confirment la théorie des besoins du bénéficiaire décrite précédemment. Puis, l'auteure confirme également le biais de population démontré par d'autres études: les pays moins peuplés sont plus susceptibles de recevoir les investissements d'une BMD dans leurs projets d'infrastructure. Fait étonnant, elle remarque que les pays qui comportent un niveau de risque réglementaire plus élevé, c'est-à-

dire ceux qui protègent moins les droits des crédeurs et qui prennent plus de temps pour faire respecter un contrat, ont plus de chance d'obtenir la participation d'une BMD dans leurs projets.

Ce résultat contre-intuitif pourrait s'expliquer par le fait que ces pays ne pourraient recevoir des investissements si ce n'était de la participation des BMD dans l'élaboration du projet, les BMD améliorant le profil de risque de la transaction par leur participation. Les pays qui protègent mieux les droits des investisseurs, eux, ont moins de difficulté à attirer les investisseurs étrangers sans la participation d'une BMD. L'auteure remarque aussi que les BMD sont plus susceptibles de participer à un projet d'infrastructure dans les pays où les marchés financiers domestiques sont moins développés, ce lien étant mesuré par un indicateur de disponibilité du crédit par rapport au PIB.

Ce constat concorde avec le principe d'additionnalité, soit que les investissements des BMD permettent de remplir les carences du secteur privé. L'auteure considère aussi ce résultat comme une preuve que les BMD sont des substituts aux investissements privés. Les variables de droits politiques et de droits humains ne sont pas significatives dans l'étude. Dans le modèle qui analyse l'ampleur des investissements des BMD dans les pays où elles choisissent d'investir, les coefficients des variables revenu par habitant, population et droits des crédeurs prennent des signes opposés. Ainsi, les pays plus riches, plus peuplés et présentant moins de risques réglementaires reçoivent en général de plus gros montants de la part des BMD une fois que ceux-ci investissent dans leurs pays. Enfin, il est important de noter que l'étude de Basilio ne vérifie pas les variables se rapportant à la théorie de l'intérêt du donateur, ce qui pourrait biaiser ses résultats si les BMD prennent en compte leurs propres intérêts ou ceux de pays membres dans leurs choix de participation dans des projets d'infrastructure.

De leur côté, Fleck et Kilby (2006) se penchent sur l'intérêt du donateur, aspect qui pourrait influencer le groupe de la Banque mondiale dans ses choix d'allocation de prêts entre 1968 et 2002. La BM étant une institution multilatérale détenue par plusieurs pays membres, la théorie de l'intérêt du donateur ne devrait logiquement pas s'appliquer. Cependant, les auteurs font l'hypothèse que le pays membre le plus important, soit les États-Unis, qui détient près de 20 % du droit de vote, exerce une influence sur les opérations de la BM. Afin de tester cette théorie, les auteurs étudient la relation existante entre l'allocation de prêts du Groupe de la BM (soit l'IDA, la BIRD et la SFI) et plusieurs variables représentant les intérêts des États-Unis, en tenant compte de surcroît des variables de type développemental utilisées dans les modèles

d'allocation d'aide. Les auteurs trouvent une relation significative entre l'aide et la part d'exportations des États-Unis vers le pays bénéficiaire. De plus, ils trouvent que les pays qui reçoivent plus d'aide bilatérale de la part des États-Unis, reçoivent en général également plus d'aide de la part de la BM. Ainsi, leur étude permet de conclure que les intérêts commerciaux et géopolitiques des États-Unis auraient une influence sur l'allocation de prêts du Groupe de la Banque mondiale.

De manière similaire, Harrigan *et al.* (2004) examinent aussi l'importance des besoins économiques, des facteurs de politique domestique et de l'influence des États-Unis sur les prêts de la BM et du Fond monétaire international (FMI) consentis aux pays du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord (MOAN). Ils comparent la performance d'un modèle n'utilisant que les besoins économiques des pays bénéficiaires avec celle d'un modèle incorporant en plus des variables qui représentent les intérêts géopolitiques des États-Unis, qu'ils soupçonnent d'exercer un pouvoir sur les décisions de la BM et du FMI. Ils concluent que les besoins économiques des pays MOAN ne suffisent pas à expliquer les allocations de prêts de la BM et du FMI. Les facteurs de politique domestique et étrangère qui sont favorisés par les pays de l'Ouest, soit la présence d'élection législative et de régime démocratique, ainsi que l'existence d'un traité de paix avec Israël, influencent favorablement l'allocation d'aide de ces organisations. Ainsi, les auteurs concluent que les intérêts des États-Unis ont une influence sur l'allocation d'aide octroyée par la BM et le FMI.

Une autre étude de Bird et Rowlands (2001) se penche aussi sur les prêts du FMI et sur leurs déterminants. Les auteurs observent l'importance de ne pas seulement considérer, dans les modèles d'allocation d'aide de l'organisation internationale, les facteurs liés aux besoins économiques, mais de tenir aussi compte des intérêts et des biais potentiels de ses membres les plus influents. En plus d'établir le lien qui existe entre les besoins économiques des pays bénéficiaires et les prêts reçus, les auteurs démontrent que le FMI a un biais pro-libéral, prêtant davantage aux régimes dont l'orientation est non socialiste. Ces résultats indiquent que l'institution prête selon les théories des besoins du bénéficiaire, mais aussi selon un intérêt stratégique de ses pays membres influents. En ce qui a trait à la gouvernance, la relation est inversement proportionnelle entre une amélioration des libertés civiles et l'obtention de prêts du FMI, mais seulement pour la période d'avant 1989, ce qui porte à conclure que le FMI est récemment devenu plus sensible à la bonne gouvernance dans ses décisions d'allocation de

prêts. Les auteurs notent aussi qu'un pays ayant déjà reçu un prêt du FMI dans le passé a une plus grande probabilité de recevoir un nouveau prêt dans le futur, laissant entendre que des facteurs institutionnels internes propres au FMI ont aussi un rôle à jouer dans les décisions d'allocation, ce qui concorde avec la théorie de l'inertie bureaucratique d'allocation de l'aide.

Dans ces études, les auteurs montrent bien qu'il ne faut pas seulement prendre en compte les facteurs de nature économique dans les modèles. Bien que les IFI ne soient pas supposées prendre en considération les facteurs politiques dans leurs décisions, il est plausible que celles-ci démontrent un certain biais qui favorise les intérêts et les points de vue des pays de l'Ouest dans ses allocations d'aide, en raison du pouvoir exercé par ses membres principaux qui sont des pays développés. L'hégémonie des États-Unis au sein des institutions de Bretton Woods est particulièrement préoccupante.

De plus, des facteurs internes propres aux organisations, comme la bureaucratie et la pression de maintenir un certain volume de prêts année après année, peuvent susciter une récurrence dans l'allocation des prêts. Les modèles qui incluent une variété de variables s'illustrent généralement mieux que les modèles qui ne sont fondés que sur les besoins économiques, éléments principaux du mandat primaire de ces organisations. Nous incluons donc des variables pour tester ces différentes théories quant à l'allocation d'investissements de la SFI.

2.4 La littérature sur les IFD et la SFI

Cette section se penche sur la littérature existante sur les institutions financières de développement (IFD), ainsi que sur la SFI en particulier. Nous passons d'abord en revue l'importance des choix d'allocation pour l'atteinte des objectifs des IFD, puis l'application du modèle d'allocation d'aide traditionnel pour les IFD, plus particulièrement en ce qui a trait à l'additionnalité comme partie intégrante de la théorie des besoins du bénéficiaire et l'influence des pays membres se reliant à la théorie de l'intérêt du donateur. Finalement, nous étudions la littérature qui porte sur la prise de risque des IFD et de la SFI en particulier.

2.4.1 L'importance des choix d'allocation pour l'atteinte des objectifs

Les études se penchant sur les IFD sont relativement nombreuses à examiner la réalisation des objectifs de celles-ci ou leur efficacité, en matière de mobilisation d'investissements privés (Broccolini *et al.*, 2021), d'impact sur le développement (Te Velde *et al.*, 2016; Te Velde, 2011; Kenny & Yang, 2020) ou d'atteinte d'additionnalité (Carter *et al.*, 2021; Spratt & Collins, 2012; Te

Velde, 2011). Cependant, les recherches examinant le processus d'allocation d'investissements des IFD sont plus rares. Pourtant, les choix d'allocation des IFD sont primordiaux afin que celles-ci soient en mesure d'atteindre les objectifs de développement qu'elles se fixent. En effet, Spratt et Collins (2012) mettent en évidence, dans une revue de littérature systématique, l'importance de l'étape de sélection des projets pour maximiser les impacts de développement. Selon ces auteurs, c'est la sélection des projets à haut potentiel qui serait le lien le plus important pour atteindre les objectifs des IFD.

Wittenberg (2020), quant à lui, se penche sur la relation entre la règle de loi et la mobilisation de flux d'investissements privés par les IFD. L'auteur observe que, toutes choses étant égales par ailleurs, l'existence d'une meilleure règle de loi chez les PED augmente les montants d'investissements privés mobilisés par les IFD chez ceux-ci. Ainsi, en allouant une plus grande part de leurs investissements dans les pays qui ont une meilleure règle de loi, les IFD sont plus à même d'atteindre leur objectif de catalyser les investissements d'autres investisseurs.

Massa (2011) étudie l'impact des investissements des IFD sur la croissance du PIB par habitant des PED. L'auteure démontre que les investissements des IFD ont un effet constructif sur le PIB par habitant d'un pays, et que cet impact est plus important pour les pays dont le revenu par habitant initial est plus faible. Selon cette constatation, les IFD devraient concentrer leurs efforts dans les pays à faible revenu si leur but est de maximiser les résultats sur la croissance économique. De façon générale, les différents choix d'allocation des IFD auront donc un impact sur la réalisation des objectifs qu'elles se fixent pour favoriser le développement du secteur privé et la mobilisation d'autres investissements. Il convient donc de se pencher sur les déterminants de ces choix et sur la façon dont les différentes théories présentées précédemment s'appliquent aux investissements de ces agences.

2.4.2 Le modèle d'aide traditionnel adapté pour les IFD

Les IFD investissent leur propre capital dans des projets du secteur privé, en contraste avec d'autres acteurs internationaux qui distribuent des dons ou des prêts concessionnels. Malgré cette différence, on s'attend à ce que les motifs d'allocation des investissements des IFD soient similaires à ceux de l'aide au développement plus fréquemment étudiés dans la littérature. Des considérations, tels les besoins des bénéficiaires, les intérêts du donateur, la gouvernance et l'inertie, devraient donc être prises en compte quand on étudie les choix d'allocation des IFD.

Ces dimensions peuvent cependant prendre des formes légèrement différentes pour les IFD par rapport à d'autres institutions. Par exemple, la théorie des besoins des bénéficiaires devrait englober, pour les IFD, le concept d'additionnalité, qui ne s'applique pas aux donateurs d'aide réguliers. Comme il a été expliqué précédemment, le principe d'additionnalité dicte que les investissements des IFD devraient pallier les défaillances du marché commercial. Une des manières d'observer s'il y a défaillance du marché commercial est de mesurer la disponibilité de capitaux dans le secteur privé des PED. Bien que le marché puisse être défaillant sous d'autres formes, la disponibilité du financement demeure le principal défi rencontré par les entreprises privées des PED (World Bank, n.d). Te Velde (2011) utilise le niveau d'investissements directs étrangers (IDE) dans les pays où les IFD investissent comme proxy pour la quête d'additionnalité. La disponibilité du crédit au secteur privé est aussi une variable utilisée dans la littérature (Basilio, 2014) afin de mesurer l'accès au financement. Selon le principe d'additionnalité, les IFD devraient davantage investir dans les pays où la disponibilité de capitaux de source privée est faible, soit là où les niveaux d'IDE et de crédit au secteur privé sont relativement bas.

Dreher *et al.* (2019) étudient une version modifiée de la théorie de l'intérêt du donateur dans le contexte de la SFI. Les auteurs démontrent que le fait de siéger au conseil d'administration de la SFI en tant que pays membre augmente la probabilité de recevoir un prêt de la SFI durant la période étudiée. Ainsi, les pays représentés au conseil de l'institution utiliseraient leur position de pouvoir afin d'influencer les décisions de la SFI et de promouvoir leurs propres intérêts politico-économiques. Dans leur modèle, les auteurs incluent des variables de contrôle qui correspondent à la théorie des besoins des bénéficiaires classiques comme le PIB par habitant, le niveau d'éducation et l'espérance de vie. Ils incluent aussi les variables de besoins spécifiques des IFD qui indiquent l'additionnalité, soit la disponibilité du crédit au secteur privé et les IDE.

De plus, les auteurs incluent des variables indiquant l'importance d'autres ressources financières reçues par le pays recevant le prêt, comme les montants en aide reçue de l'IDA et de la BIRD. En ce qui a trait à ces variables de contrôle de l'étude, les auteurs trouvent que la probabilité que la SFI investisse dans un pays augmente avec la croissance du PIB et l'espérance de vie, mais ils obtiennent des résultats mitigés pour le niveau de revenu par habitant. Il est intéressant de noter qu'ils n'observent pas de lien significatif avec les variables de l'IDE et de la disponibilité du crédit.

2.4.3 La prise de risque chez les IFD et chez la SFI

Comme les IFD investissent leur propre capital dans des projets du secteur privé et cherchent généralement à être rentable, de manière similaire aux institutions commerciales, certaines études se penchent sur le concept de prise de risque chez les IFD. Par exemple, les études de Hainz *et al.* (2012) et Gurara *et al.* (2018) examinent les données relatives aux prêts syndiqués et à la participation des IFD dans les PED. Ces études montrent que les IFD prêtent davantage aux pays qui représentent un plus grand risque politique et financier, en comparaison aux banques commerciales. Cela peut s'expliquer, selon les auteurs, par le fait que les IFD bénéficient d'un « parapluie politique » du fait qu'elles ont souvent une relation avec les gouvernements des pays dans lesquels elles investissent. Ainsi, elles ont plus de chance de se faire entendre par ces gouvernements si un problème de nature réglementaire (rapatriement des bénéficiaires, délai de paiements, expropriation) se dresse. Grâce à leur adhésion à un réseau global ou régional, les IFD ont accès aux données du gouvernement et elles supervisent donc mieux les changements de politiques gouvernementales comparativement aux banquiers commerciaux.

Hainz *et al.* (2012) conclut également que les IFD prennent plus de risques économiques que les investisseurs privés, puisqu'elles participent davantage à des syndicats de crédit dans les pays qui ont une plus faible performance économique et un plus faible développement de leur secteur bancaire.

Gurara *et al.* (2018) fait également une découverte intéressante : les IFD participent à des prêts syndiqués d'une plus longue maturité dans les PED en comparaison aux prêts des banques commerciales. De plus, les prêts des IFD sont faits à un taux plus élevé que ceux des banques commerciales dans les pays considérés moins risqués d'un point de vue financier. Le fait que les taux des prêts des IFD soient plus élevés dans les pays moins risqués indique que les IFD prêtent à des emprunteurs qui représentent un plus grand risque de crédit dans ces pays. Les résultats de ces études supportent donc le fait que les IFD prennent plus de risques que les banques commerciales, soit en investissant dans des pays plus risqués ou dans des projets plus risqués et en fournissant des prêts de plus grande maturité. Ces résultats confirment également l'additionnalité des IFD.

Contrairement aux auteurs précédents, Runde *et al.* (2016) exhortent les IFD à assumer une plus grande tolérance au risque et à abaisser leurs rendements afin de s'attaquer aux nouveaux défis

du développement. Les auteurs remarquent que les IFD sont parfois trop averses au risque, privilégiant des projets aux rendements plus élevés dans les pays à revenu intermédiaire de la tranche supérieure, au détriment d'impacts de développement supérieurs. Selon les auteurs, les IFD devraient être davantage actives dans les pays plus pauvres, où le potentiel pour être additionnel est plus grand. Une manière de réduire le risque de portefeuille des IFD, pour contrebalancer des investissements dans des projets plus risqués, serait une meilleure diversification de portefeuille, soit d'investir dans un plus grand nombre de petits projets (plutôt que dans un plus petit nombre de grands projets). Cela représente toutefois un défi en raison de contraintes, liées aux ressources humaines et à la finance, vécues par la plupart des IFD.

De manière similaire, Te Velde et Warner (2007) soutiennent que les niveaux de liquidité sont relativement élevés chez les IFD et que, grâce à leur profil de liquidité, celles-ci devraient être en mesure de soutenir un niveau de prise de risque supérieur aux institutions commerciales. Le profil de liquidité est toutefois une des composantes qui permettent aux IFD de maintenir des notations de crédit attrayantes, ce qui leur permet d'emprunter à des taux très bas sur les marchés obligataires. Les auteurs suggèrent que les IFD détiennent un tampon de liquidité suffisant pour prendre plus de risques dans leur portefeuille et absorber les pertes inhérentes, tout en maintenant une notation de crédit élevée. Afin de savoir quelle est l'ampleur de ce tampon, les auteurs suggèrent de regarder les rendements des institutions en temps de crise financière. Si le profil de liquidité n'est pas mis à risque en temps de crise et reste fort, cela suggère qu'il y a un tampon suffisant pour supporter un niveau de risque supplémentaire dans les investissements.

En ce qui a trait à la SFI, elle jouit de rendements attrayants, avec des moyennes de rendement sur capitaux propres et de rendement sur actifs de 7 % et 2 % respectivement depuis 2005. Les seules années où la SFI a connu une perte nette de revenu depuis sa création sont 2009 (au lendemain de la crise financière, mais la perte nette était relativement petite, soit -0,3 % des actifs); 2016 (profit nul); et finalement 2020, où elle a connu une perte plus considérable de 1,6 milliards de dollars US (ou -1,7 % de ses actifs) dans le contexte de la crise économique du coronavirus (World Bank Group finances, n.d). Il est cependant à noter que cette perte considérable en 2020 s'explique par l'adoption d'une nouvelle mesure d'évaluation des actifs et des passifs financiers en 2019, ce qui fait en sorte que l'institution rapporte maintenant les gains et les pertes non réalisés des investissements en actions dans le revenu net. Sans cette nouvelle

mesure d'évaluation, la SFI aurait enregistré un profit de 572 millions de dollars US ou de 0,6 % de ses actifs pour l'année financière 2020 (IFC, 2020a).

Comme on peut le constater, la SFI maintient des niveaux de rendements substantiels d'année en année et ses pertes sont limitées en temps de crise. Moody's (2020) souligne que le ratio de liquidité sur actifs totaux de la SFI est nettement plus élevé que ses pairs. Même lors des crises financières de 2008 et de 2020, Moody's a maintenu une notation triple A pour l'institution et n'exprimait pas de craintes importantes dans ses rapports, la position de liquidité de la SFI étant amplement suffisante pour absorber de potentiels chocs sur le revenu (Moody's, 2008; 2020).

Par rapport à la prise de risque de la SFI, une étude de Kenny *et al.* (2018a) se penche sur la composition de son portefeuille d'investissement entre 2001 et 2016. Ils observent que durant cette période, la majorité des investissements de la SFI est passée des pays à revenu intermédiaire inférieur aux pays à revenu intermédiaire supérieur. Ils font la même constatation en classant les pays d'investissement de la SFI en quartile selon la disponibilité domestique du crédit : le portefeuille de la SFI est passé d'une majorité d'investissements dans les pays sous la médiane aux pays au-dessus de la médiane.

Les auteurs notent que ces changements seraient principalement causés par le fait que plusieurs pays accèdent à une catégorie supérieure durant cette période, et que la SFI continue d'investir dans ces mêmes pays, plutôt que de réajuster son portefeuille afin de continuer à cibler les pays les plus pauvres et pour lesquels l'accès à du financement est le plus difficile. Pour la période 2013-2016, les auteurs constatent que la Turquie, la Chine et le Brésil sont les plus grands bénéficiaires des investissements de la SFI, alors que ces pays sont des marchés émergents d'importance, recevant relativement déjà beaucoup de flux d'investisseurs étrangers. Sur une note plus encourageante, les auteurs rapportent que le pourcentage du portefeuille de la SFI investi dans les pays en grand état de fragilité a augmenté depuis 2006.

Dans une étude similaire à celle de Kenny *et al.* (2018a), Leo et Moss (2016) se penchent sur le portefeuille d'investissement de l'*Overseas Private Investment Corporation* (OPIC), qui était l'IFD bilatérale du gouvernement américain jusqu'à ce que celle-ci devienne la Société américaine de financement du développement international récemment. Les auteurs font des constatations similaires à Kenny *et al.* (2018a) au sujet des investissements de l'OPIC. Ils analysent les investissements de l'OPIC à travers les années en fonction des notes de risques commercial et

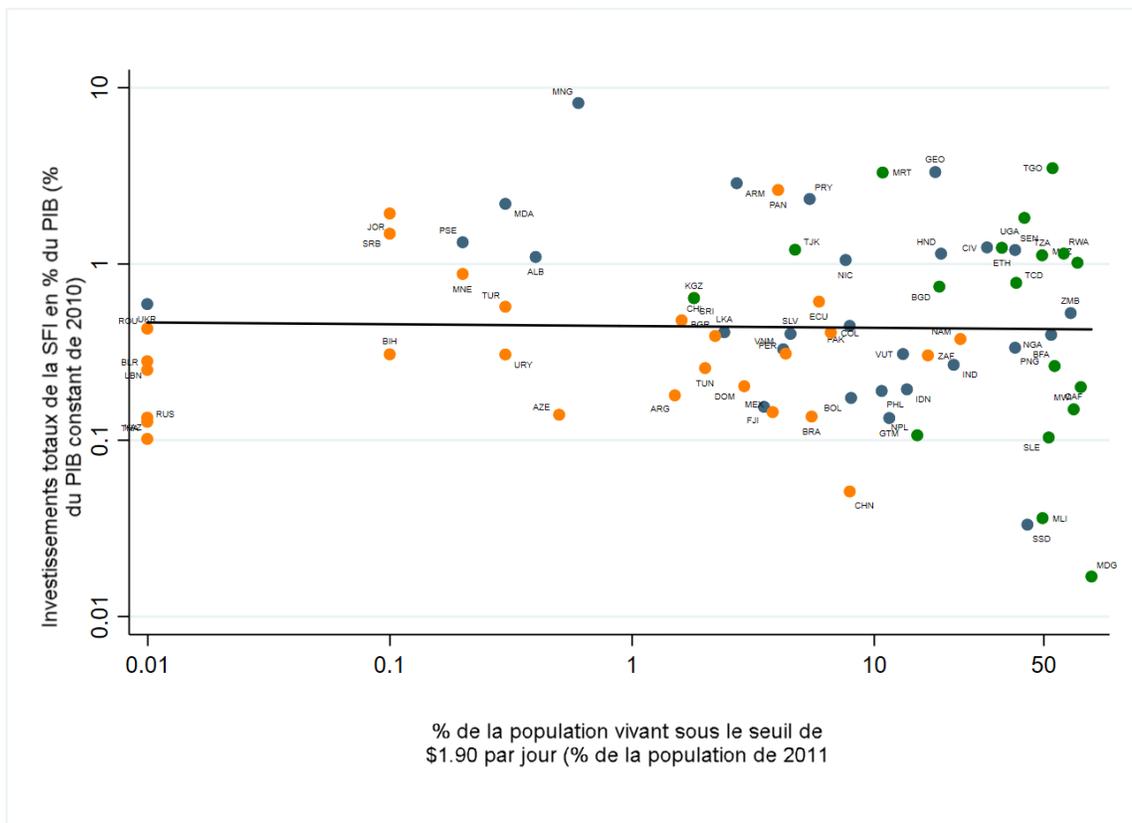
politique des pays. Ils observent une baisse de la prise de risques commercial et politique du portefeuille de l'OPIC au fil du temps. Les auteurs utilisent également une mesure de l'exposition bancaire américaine des pays dans lesquels l'OPIC investit. Étant donné le mandat officiel de cette dernière, les auteurs s'attendent à ce que la majorité de ses investissements se fasse dans des pays qui ont peu accès aux prêts d'institutions bancaires américaines, mais ce n'est pas ce qu'ils constatent. La moitié des investissements de l'OPIC transite vers des pays qui ont une forte exposition aux banques américaines, donc qui ont déjà accès à du financement étranger. Les résultats de Leo et Moss (2016) ainsi que ceux de Kenny *et al.* (2018a) suggèrent que la SFI et l'OPIC n'investissent pas selon le principe d'additionnalité financière.

À la suite de la parution de l'article de Kenny *et al.* (2018a), la SFI a répondu publiquement à la critique (Kenny & Ramachandran, 2018). La SFI reconnaît qu'elle doit faire plus dans les pays plus pauvres, mais elle souligne qu'examiner la catégorisation de revenu des pays dans lesquels elle investit n'est pas suffisant pour évaluer le risque de ses investissements. Elle soutient que d'autres facteurs liés au secteur, aux commanditaires du projet, à l'instrument de financement utilisé, aux développements de marché, à la gouvernance, aux risques politiques et au projet lui-même doivent être pris en considération. De plus, la SFI affirme qu'elle vise les pays où la majorité des pauvres du monde réside, afin d'éradiquer la pauvreté et d'atteindre les objectifs de développement durable. Elle spécifie aussi que les projets qu'elle entreprend dans les pays plus aisés ne reflètent pas ce que fait le marché privé et qu'elle finance des projets innovants et plus risqués que celui-ci ne le fait.

La SFI suggère donc que le risque de son portefeuille reste constant au fil des ans, et que bien que l'on observe moins d'investissements dans les pays pauvres, celle-ci effectue en contrepartie des investissements plus risqués dans les pays plus riches. Les auteurs du *Center for Global Development* (CGD) répondent aussi à la SFI et ils remettent en question la pertinence de ce compromis en ce qui concerne les objectifs du développement. Ils soulignent que selon la BM, la population pauvre dans le monde se répartit comme suit : 24 % dans les pays à faible revenu, 58 % dans les pays à revenu intermédiaire inférieur et 18 % dans les pays à revenu intermédiaire supérieur. Cela n'est donc pas cohérent avec le fait que la majorité des nouveaux investissements de la SFI se fasse dans des pays à revenu intermédiaire supérieur afin de viser un plus grand nombre de personnes défavorisées.

pauvreté. Par exemple, si on compare les investissements de la SFI au Togo et à Madagascar, la SFI investit l'équivalent de près de 5 % du PIB au Togo, alors qu'elle investit 0.3 % du PIB à Madagascar. Les deux pays ont tous deux plus de 50 % de leur population vivant sous le seuil de la pauvreté, alors le nombre de personnes vivant dans la pauvreté ne peut expliquer l'écart d'investissement.

Figure 5: Investissements de la SFI en % du PIB et % de la population vivant sous le seuil de pauvreté de 1,90\$ par jour

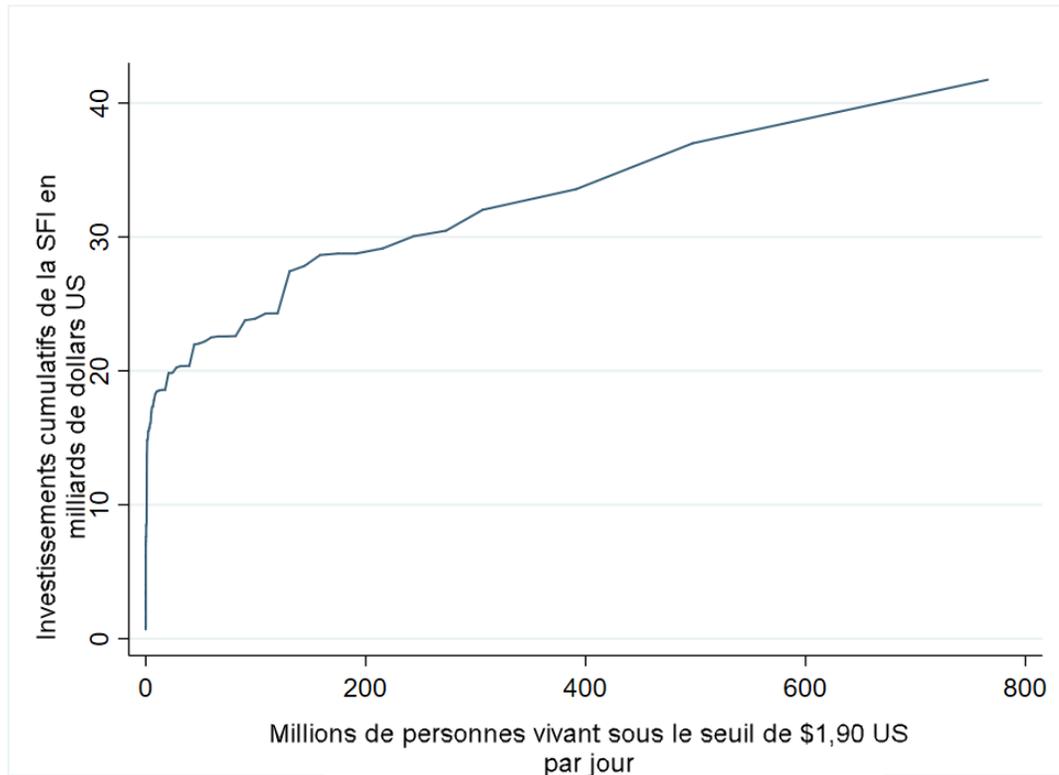


Source: Center for Global Development, 2018

La figure 6 reflète une autre analyse intéressante présentée par Kenny *et al.* (2018b). Celle-ci expose les investissements cumulatifs de la SFI effectués entre 2011 et 2016 et le nombre cumulé de personnes vivant sous le seuil de la pauvreté extrême dans les pays où la SFI investit. Résultat : non seulement la SFI a investi 4,5 milliards de dollars US dans des pays où aucun indigent n'habite, mais aussi, elle a effectué plus de la moitié de ses investissements dans des pays où seulement 6 % de la population totale des pays éligibles est pauvre. Ces résultats contredisent les remarques de la SFI comme quoi elle viserait à rejoindre un plus grand nombre

de personnes pauvres en choisissant d'investir dans les pays à revenu intermédiaire de la tranche supérieure.

Figure 6: Investissements cumulatifs de la SFI et cumulatif du nombre de personnes vivant sous le seuil de pauvreté



Source: Center for Global Development, 2018

Comme le soulignent les auteurs du CGD, le fait que l'on observe un changement du profil de des investissements de la SFI au cours des années, amène à se questionner sur ce qui crée ce changement. L'institution a-t-elle décidé de diminuer son profil de risque avec les années ? A-t-elle plutôt gardé le même niveau de risque, comme elle le dit, mais a préféré se concentrer davantage dans les projets plus risqués des pays plus riches ?

Finalement, il se peut aussi que l'institution soit aux prises avec l'inertie bureaucratique mentionnée précédemment. C'est cette dernière théorie qu'avancent les auteurs du CGD. Ils déplorent que la SFI, en augmentant sa taille, n'ait pas su être assez agile afin de rediriger ses efforts et qu'elle soit simplement restée active dans les mêmes pays qui se sont enrichis au fil du temps. Le développement du secteur financier mondial a énormément évolué depuis les 20 dernières années et le financement de source privée est maintenant beaucoup plus accessible

dans plusieurs pays émergents. Afin de rester pertinente, la SFI doit s'adapter à cette nouvelle réalité et explorer de nouveaux marchés. À la suite de l'augmentation de capital approuvée par ses actionnaires en 2018, la SFI a d'ailleurs pris l'engagement d'investir davantage dans les pays les plus pauvres. Il semble donc que la SFI reconnaisse l'importance de se mobiliser davantage dans ces pays afin de réaliser les objectifs pour lesquels elle a été créée.

En conclusion, les IFD et la SFI sont parfois accusées de délaisser leur objectif développemental pour des considérations de rentabilité et de réduction des risques. Il est donc de mise de se pencher sur les déterminants des investissements de source privée, les acteurs privés ayant aussi pour but de maximiser le profil rendement-risque. Nous abordons ces déterminants dans la prochaine section.

2.5 Les déterminants d'allocation des investissements du secteur privé

Les investisseurs commerciaux cherchent de manière générale à maximiser leurs rendements et à réduire leurs risques. Les variables qui motivent leur choix d'investissement reflètent donc ces considérations. La littérature sur les déterminants des investissements du secteur privé utilise généralement des données de panel agrégées par pays et examine les facteurs économiques, financiers et institutionnels qui influent sur le niveau d'investissement dans un pays. Fréquemment, les investissements qui sont analysés sont les IDE entrants ou les flux de portefeuille.

Ceux-ci sont davantage présents dans les PED qui présentent un environnement macroéconomique et politique favorable, car un tel environnement est associé à un potentiel de rendements plus élevés et de risques moindres (Schneider & Frey, 1985, MIGA, 2013). Par exemple, la taille de la population, le PIB par habitant et la croissance du PIB sont généralement positivement corrélés au niveau des IDE dans un pays en développement, car ces variables sont signe d'une économie prospère et elles représentent la taille du marché potentiel pour les investisseurs. Elles sont donc liées à un potentiel de rendement supérieur (Nunnenkamp, 2002; Schneider and Frey, 1985).

De plus, le niveau d'ouverture aux échanges, qui est calculé comme étant la somme des importations et des exportations, divisée par le PIB d'un pays, est généralement un facteur important qui indique une économie ouverte au commerce international et attrayante pour les investissements étrangers (Blonigen, 2005; Torissi, 1985; Buchanan, 2012; Noorbakhsh *et al.*,

2001). L'ouverture aux échanges réduirait le risque des investisseurs, entre autres en réduisant le risque de crise monétaire et d'instabilité économique dans un pays (Glick & Hutchison, 2013). De plus cette variable est associée à une augmentation de l'innovation et de la productivité, car elle permet l'importation de l'international de nouvelles technologies et de nouvelles compétences (IMF, 2017). Un des risques macroéconomiques les plus importants pour les investisseurs étrangers est une forte inflation, car une augmentation soudaine des prix et une subséquente dépréciation de la devise locale créent des pertes pour les investissements non couverts (Schneider & Frey, 1985; Agarwal, 1997).

En dernier lieu, l'importance d'une bonne gouvernance et d'institutions de qualité est associée à la croissance économique dans la littérature (North, 1981, 1990; Acemoglu & Verdier, 1998) et à une part plus importante d'investissements étrangers, surtout chez les PED (Globerman & Shapiro, 2002). Selon la littérature, les droits de propriété, un environnement réglementaire robuste, le contrôle de la corruption et un gouvernement démocratique attirent plus d'investissements étrangers, car ces facteurs réduisent l'incertitude pour les investisseurs (Jensen, 2003; Buchanan, 2012; Knack & Keefer, 1995; Wei, 2000; Gani, 2007). La qualité de l'environnement réglementaire est particulièrement importante, car une piètre qualité implique que les investisseurs sont moins protégés de manière générale et qu'ils sont plus à risque d'assumer des coûts liés à de possibles ruptures de contrat, des expropriations ou des modifications arbitraires des règles (La Porta, 2000; Knack & Keefer, 1995; Pistor, 2009; Djankov *et al.*, 2007; Dima *et al.*, 2018). De plus, les investissements existants comme les flux des IDE antérieurs (Noorbakhsh *et al.*, 2001) et le crédit disponible pour le secteur privé (Wai & Wong, 1982) sont en corrélation positive avec les investissements du secteur privé dans un pays.

2.6 Les hypothèses

Dans cette section, nous énonçons nos hypothèses sur les déterminants d'allocation des investissements de la SFI. Les hypothèses s'appuient sur la revue de littérature et sur les critères officiels d'investissement énoncés par la SFI, tel que mis en lumière dans le chapitre du contexte. La vérification empirique de ces hypothèses dans les chapitres suivants nous permettra de répondre aux questions de recherche énoncées dans l'introduction.

Les hypothèses H1, H3, H5 et H6 s'appuient sur la littérature sur les déterminants de l'allocation de l'aide au développement et des théories qui y sont explorées, soit la théorie des besoins des bénéficiaires, la théorie de la gouvernance, la théorie des intérêts du donateur et celle de

l'inertie bureaucratique. Comme la SFI est une institution qui a comme objectif principal le développement, les principaux déterminants qui motivent les choix d'allocation de l'aide devraient théoriquement aussi s'appliquer pour ses choix. L'hypothèse H2 est une extension de l'hypothèse H1, qui se base sur la théorie des besoins des bénéficiaires. L'hypothèse H2 vérifie l'allocation selon le principe d'additionnalité qui guide les opérations des IFD. Si un pays a peu accès à du financement commercial, alors le besoin de ce pays pour le financement du secteur privé est plus grand. La SFI peut venir combler ce besoin de financement avec ses investissements. L'hypothèse H4 s'appuie sur le fait que la SFI a comme objectif d'être rentable, afin d'être durable financièrement, de maintenir une note de crédit triple A pour se financer à faible coût et d'assurer une croissance de son portefeuille à partir de ses propres bénéfices. Ainsi, comme certains de ses objectifs se rapprochent des intérêts commerciaux, l'hypothèse H4 stipule qu'elle pourrait être motivée dans ses choix par des facteurs qui sont des déterminants des investissements commerciaux. L'hypothèse H7 s'inspire de la littérature sur l'allocation de l'aide, qui étudie les liens entre l'allocation des différentes agences du Groupe de la Banque mondiale. Finalement, l'hypothèse H8 a pour but de vérifier si les changements de direction stratégique de l'institution sont caractérisés par des changements dans les déterminants de ses investissements.

H1 (hypothèse des besoins des bénéficiaires):

La SFI investit dans les pays les moins développées et où les besoins sont plus grands. Cette hypothèse suit la théorie des besoins des bénéficiaires présentée dans la littérature sur les déterminants de l'aide au développement.

H2 (hypothèse d'additionnalité de la SFI) :

La SFI investit selon le principe d'additionnalité adopté par les IFD. Elle investit là où les capitaux privés ne sont pas suffisamment disponibles à des termes raisonnables. Ce faisant, elle fournit du financement qui n'est pas disponible sur le marché commercial, soit parce qu'il existe des défaillances de marché ou parce que les financiers commerciaux sont peu présents. Cette hypothèse est également en lien avec la théorie des besoins des bénéficiaires de l'aide au développement et avec la littérature sur les IFD.

H3 (hypothèse de la gouvernance des bénéficiaires) :

La SFI investit dans les pays où elle croit avoir le plus d'impact, soit dans les pays qui ont déjà une bonne gouvernance et des institutions de qualité. Selon la littérature sur les déterminants d'allocation de l'aide et selon la BM, ces facteurs sont des conduits d'efficacité et sont donc importants dans les décisions d'allocation.

H4 (hypothèse de l'intérêt commercial) :

Étant donné son objectif de rentabilité, la SFI pourrait chercher à faire des profits de ses investissements et à réduire son risque au maximum. Selon ce principe, *la SFI investirait, comme un investisseur commercial, dans les pays où le profil rendement/risque est plus attrayant. Cette hypothèse est en lien avec la littérature sur les déterminants des investissements commerciaux.*

H5 (hypothèse des intérêts du donateur) :

Selon la théorie de l'intérêt du donateur présentée dans la littérature sur les déterminants de l'aide au développement, les IFI seraient motivées à prendre des décisions d'allocation de leurs ressources en fonction des intérêts politico-économiques de leurs actionnaires ou de leurs membres principaux tels que les États-Unis (21% de l'actionnariat). Selon ce principe, *la SFI investirait davantage dans les pays où son actionnaire principal, les États-Unis, a des intérêts politiques et/ou économiques. De plus, selon cette théorie et selon les travaux menés par Dreher et al. (2019), la SFI investirait davantage dans les pays membres siégeant à son conseil d'administration.*

H6 (hypothèse de l'inertie) :

En raison de sa taille et de l'ampleur de son mandat, la SFI, comme d'autres IFI, pourrait souffrir d'inertie bureaucratique. Ainsi, ses choix d'investissement pourraient être guidés par la paralysie de son système administratif, qui aurait pour cause le manque de ressources humaines, la pression d'augmenter la taille du portefeuille et la multiplication de règles internes, ce qui bloquerait l'innovation et l'initiative. Ainsi, *ses choix d'investissements seraient davantage guidés par des contraintes internes, et ces contraintes seraient plus faciles à surmonter dans les pays où la SFI investit déjà. La logique est qu'ayant bâti une expérience dans certains pays, la SFI y maintient déjà des relations avec les gouvernements, le secteur privé, les investisseurs et elle y connaît déjà mieux l'environnement politique et économique, ce qui lui permet d'opérer plus*

facilement et plus rapidement. Cette hypothèse est en lien avec la littérature sur les déterminants d'allocation de l'aide au développement (Feeny & McGillivray, 2008).

H7 (hypothèse de coordination du Groupe de la BM) : Nous supposons qu'il existe une coordination entre les différents groupes de la BM (la BIRD, l'IDA et la SFI). Comme la BIRD et l'IDA travaillent surtout avec les gouvernements des pays en développement, ces agences sont susceptibles de participer à la création d'un climat propice à l'essor du secteur privé dans les PED, en aidant à améliorer, notamment, l'environnement réglementaire. Ainsi, elles paveront la voie à la SFI afin qu'elle finance de nouveaux projets du secteur privé. L'hypothèse est donc que *la SFI devrait investir davantage dans les pays où la BIRD et l'IDA sont les plus actives.*

H8 (hypothèse de changement lié à la direction stratégique) : Finalement, nous faisons l'hypothèse que *des changements dans l'importance des déterminants devraient être observés entre la période caractérisée par la stratégie SFI 2.0 et la période caractérisée par la stratégie SFI 3.0.*

Tel que mentionné précédemment dans le chapitre sur le contexte, la stratégie SFI 3.0 s'appuie sur un concept de création de marché, afin de créer des opportunités d'investissement là où il n'y en n'avait peu avant son intervention. Ainsi, durant la période caractérisée par la stratégie SFI 3.0, nous nous attendons à observer une part plus importante des investissements de la SFI dans les pays où l'accès au crédit intérieur et aux investissements directs étrangers est moindre.

Nous nous attendons également à une allocation plus importante des investissements dans les pays à faible revenu, puisque la SFI indique vouloir mettre l'accent sur ces pays avec sa nouvelle stratégie. Elle mentionne d'ailleurs vouloir mettre l'accent sur l'Afrique sub-saharienne, donc nous nous attendons à plus d'investissements dans cette région également. Afin de réaliser la stratégie, la SFI souligne qu'une importante collaboration avec la Banque mondiale est requise, afin de coordonner l'élaboration de conditions politiques et réglementaires propices à la création des nouveaux marchés. Nous nous attendons donc aussi à une relation plus soutenue avec les parts d'engagements financiers de la BIRD et de l'IDA dans la période 2017-2020.

En conclusion de ce chapitre, les principaux déterminants de l'allocation de l'aide au développement qui sont documentés dans la littérature sont: les besoins du bénéficiaire, les intérêts du donateur, la gouvernance et l'inertie bureaucratique. Une vaste littérature se penche sur l'importance de ces facteurs pour les choix d'allocation des institutions financières

internationales et conclut à leur pertinence. En particulier, ces déterminants peuvent contribuer à expliquer les choix d'investissement des IFD, en y intégrant en outre les concepts de l'additionnalité et du siège au conseil. Les choix d'allocation des IFD sont importants pour l'atteinte de leurs objectifs de développement, mais comme ces institutions ont aussi un objectif de nature commerciale, soit la rentabilité, leurs choix d'investissement risquent de refléter des considérations semblables aux investissements du secteur privé dans les PED. Il est intéressant d'étudier les déterminants d'investissement de la SFI à la lumière des déterminants d'allocation d'aide au développement et des déterminants des investissements privés, car ses décisions d'allocation sont probablement influencées par une combinaison de ces facteurs. Nous avons formulé diverses hypothèses en ce sens. Dans le chapitre suivant, nous décrivons la méthodologie que nous utiliserons pour vérifier ces hypothèses.

Chapitre 3

Méthodologie

Dans ce chapitre portant sur la méthodologie de notre recherche, nous présentons tout d'abord le modèle qui sera utilisé pour notre analyse. Par la suite, nous présentons les variables employées, ainsi que les données. Nous poursuivons avec la présentation des estimations économétriques. Nous concluons le chapitre par une discussion sur différentes considérations liées à l'endogénéité.

3.1 Spécification du modèle

Le modèle que nous utilisons pour notre analyse tente d'expliquer la prise de décision de la SFI en ce qui a trait à l'allocation de ses investissements, en tenant compte des différentes considérations politico-économiques auxquelles celle-ci fait face. Le modèle s'inspire de la littérature sur les déterminants de l'allocation d'aide au développement et sur les déterminants des investissements privés. Ainsi, les investissements sont regroupés par pays et par année, et nous tentons de d'identifier les facteurs qui expliquent que la SFI choisisse d'investir, dans différents pays, une portion plus ou moins grande de ses nouveaux flux d'investissement annuels.

Afin de développer un modèle adéquat pour l'allocation des investissements de la SFI, nous devons nous assurer que toutes les catégories d'indicateurs reliées aux hypothèses que nous voulons évaluer et qui pourraient avoir une influence sur la décision d'allocation sont incluses. Comme l'a indiqué McGillivray (1993), certaines études précédentes sur l'allocation de l'aide au développement réalisées dans le passé présentaient des résultats biaisés en raison de problèmes conceptuels de leurs modèles (McKinlay & Little, 1978; Maizels & Nissanke, 1984; Tsoutsoplides, 1991). Ces études, dont l'objectif était de comparer l'importance des facteurs des besoins du bénéficiaire aux facteurs d'intérêts du donateur, utilisaient des modèles distincts pour chacun des groupes de facteurs, puis comparaient les R^2 de chaque modèle afin de déterminer si l'allocation de l'aide était davantage justifiée par des considérations liées à l'intérêt du donateur ou par les besoins du bénéficiaire. Or, une telle approche était problématique dans la mesure où ces deux grandes considérations exercent une influence conjointe sur l'allocation de l'aide. Dans cette optique, les modèles utilisés souffraient d'erreur de spécification et les résultats obtenus avec une telle méthode sont statistiquement biaisés et incohérents (Wooldridge, 2012).

Ainsi, dans le modèle que nous utilisons, nous incluons plutôt tous les groupes d'indicateurs qui ont potentiellement une influence conjointe sur les décisions d'allocation des investissements de la SFI selon nos hypothèses. Conformément à la littérature sur l'allocation de l'aide au développement, nous incluons des indicateurs de besoins du bénéficiaire, d'intérêts du donateur et de gouvernance (Dollar & Levin, 2006; Neumayer, 2003b). De plus, comme la SFI est une institution financière de développement et qu'elle doit suivre le principe d'additionnalité dans ses opérations, nous incluons des indicateurs d'additionnalité.

Nous voulons également vérifier si la SFI agit comme une entité d'investissement commerciale, motivée par la maximisation des profits et la minimisation des risques. Nous incluons donc de tels indicateurs dans notre modèle (nous les appellerons les variables d'intérêt commercial).

Finalement, nous incluons la variable dépendante retardée, ce qui permettra de vérifier le degré d'inertie de la SFI dans l'allocation de ses investissements. Le modèle prend donc la forme de :

$$y_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \text{BesoinsBénéficiaire}_{i,t-1} + \beta_2 \text{IntérêtsDonateur}_{i,t-1} + \beta_3 \text{Gouvernance}_{i,t-1} + \beta_4 \text{Additionalité}_{i,t-1} + \beta_5 \text{IntérêtCommercial}_{i,t-1} + \beta_4 y_{i,t-1} + c_i + \tau_t + \varepsilon_{i,t} \quad (3.1)$$

Où $y_{i,t}$ représente les investissements de la SFI dans un pays i à l'année t , où les β sont des vecteurs contenant les coefficients associés aux variables de chaque groupe, α_0 est une constante, τ_t sont des effets fixes d'année, c_i des effets fixes de pays, et $\varepsilon_{i,t}$ est un terme d'erreur.

Il est important de noter que toutes les variables explicatives sont incluses dans le modèle avec un retard, afin de refléter l'information qui est disponible lors du choix d'allocation. Le but de notre modèle est d'analyser les **décisions** d'allocation d'investissement de la SFI. Nous faisons l'hypothèse que pour prendre une décision, les agents de la SFI se basent sur des considérations qui se rapportent : aux besoins des bénéficiaires, aux intérêts du donateur, à la gouvernance, au principe d'additionnalité et à des considérations de rendement et de risque. Finalement, en prenant ces décisions, les agents se heurtent à des considérations bureaucratiques qui créent de l'inertie. Les choix d'investissement sont fonction de l'observation de différentes variables qui se rapportent aux pays où la société investit. Ces variables ne peuvent être observées l'année

même où la décision d'investissement est prise. Ainsi, il semble raisonnable de supposer que les dernières données disponibles au moment de la prise de décision, qui sont celles des années précédentes, sont utilisées pour la prise de décision. Au contraire, si la prise de décision est faite selon les attentes futures de la SFI par rapport à certaines variables, il est aussi justifiable de penser que les meilleures prédictions sont souvent basées sur les valeurs passées des variables en question. En utilisant les retards pour les variables explicatives, nous prenons donc en considération la disponibilité de l'information au moment de la prise de décision. Il peut aussi être pertinent d'utiliser un retard de deux ans, ce que nous testerons ultérieurement dans les tests de robustesse de nos estimations.

3.2 Présentation des variables

3.2.1 La variable dépendante

La variable dépendante principale de notre étude est la part d'investissement de la SFI dans un pays pour une année donnée, exprimée en pourcentage des investissements annuels totaux. Ainsi, la variable est de nature continue et prend une valeur située entre 0 et 100.

Cette variable est bâtie à partir de la base de données des projets individuels d'investissement de la SFI, qui est disponible sur le site '*Open Finances*¹' du Groupe de la Banque mondiale. Dans cette base de données, on peut trouver tous les projets d'investissement de la SFI depuis l'an 2000. Malheureusement, les projets antérieurs ne sont pas disponibles sur la plateforme. Pour chaque projet, un montant d'investissement direct de la SFI et le pays bénéficiaire sont indiqués.

Notons que le pays identifié n'est pas nécessairement le pays où siège la compagnie qui reçoit les fonds; mais plutôt le pays où les investissements seront réalisés, c'est-à-dire où le projet aura lieu.

Chaque projet est daté; cette date correspond au moment où le conseil d'administration (CA) de la SFI y a donné son approbation. C'est l'année à laquelle le projet a été approuvé par le CA qui est prise comme année d'investissement pour notre étude, et non la date à laquelle la SFI a signé le contrat pour le projet ou a investi les fonds (ces champs sont également disponibles). Le motif de ce choix est de pouvoir évaluer le plus précisément possible le processus décisionnel de la

¹ <https://finances.worldbank.org>

SFI: alors que l’approbation d’un projet par le CA est du ressort de la SFI, la réalisation du projet peut être modifiée et retardée par des facteurs externes à la société par la suite.

Il est à noter que 79 % des projets dans la base de données de la SFI sont attribués à un pays, alors que 21 % sont attribués simplement à une région. Un exemple de projet attribué à une région est un investissement dans un fond qui a pour mandat d’investir dans les entreprises de plusieurs pays d’une même région. En consultant la description du projet sur le site de la SFI, on peut la plupart du temps associer de 3 à 10 pays au projet de ladite région.

Comme la description des projets n’est pas disponible dans la base de données publiée sur le site de ‘*Open Finances*’ de la BM, nous avons effectué du *data scraping* sur le site web de la SFI afin de récupérer la description des projets pour tous les projets attribués à une région. Une fois la description récupérée, nous avons identifié les pays visés par le projet. Les montants d’investissement associés à un projet régional ont été par la suite redivisés entre les pays ainsi identifiés. Les projets qui ne peuvent être associés à des pays particuliers sont exclus de l’analyse.

Ainsi, nous construisons la variable dépendante en cumulant d’abord le total des investissements de la SFI par pays et par année. S’il n’y a aucun investissement dans une combinaison pays-année donnée, la variable prend alors la valeur zéro. Puis, nous calculons le pourcentage que représente l’investissement dans un pays donné par rapport au total des investissements approuvés au cours de cette même année. Par exemple, si la SFI a approuvé un total d’un milliard de dollars d’investissement en 2000, et que l’Inde s’est fait attribuer 100 millions de dollars cette même année, alors la valeur que prendra la variable dépendante pour l’Inde en 2000 sera de 10 %.

Dans la littérature sur l’allocation de l’aide au développement, les variables dépendantes utilisées varient considérablement. Certains auteurs utilisent le montant total d’aide allouée en dollars (Feeny & McGillivray, 2008; Dollar & Levin, 2006); d’autres utilisent le montant d’aide allouée en dollars par habitant (Harrigan and Wang, 2011); et finalement, d’autres, comme nous dans cette recherche, utilisent la part d’aide allouée sur l’aide totale allouée (Neumayer, 2003b; Fleck & Kilby, 2006). Encore une fois, la variable à choisir devrait se rapprocher le plus possible du comportement décisionnel de la SFI. Notre choix se fait donc en prenant en considération la façon dont la SFI est le plus susceptible d’allouer ses investissements. Il semble raisonnable de

supposer que celle-ci a un budget d'investissement annuel à respecter. Comme le fait remarquer McGillivray (1992), la distribution par habitant dans un contexte budgétaire est une tâche complexe, nous éliminons donc cette possibilité. Nous choisissons plutôt la part d'investissement allouée en pourcentage du montant total annuel, mais utiliserons également les montants d'investissement dans les tests de robustesse.

3.2.2 Les variables explicatives

Nous présentons maintenant une brève description des différentes variables utilisées pour tester nos hypothèses sur les déterminants des investissements de la SFI que nous regroupons en catégories. Chaque groupe de variables représente une théorie que nous voulons tester dans le cadre de ce travail : les besoins du bénéficiaire, le concept d'additionnalité, la gouvernance, l'intérêt du donateur, l'intérêt commercial (rendement-risque) et l'inertie. Dans tous les cas, le choix de variables a été fait dans le but de maximiser la taille de l'échantillon. Nous avons donc choisi des variables qui étaient disponibles pour le plus grand nombre de combinaisons pays-année possibles. Le but est d'éviter un biais de sélection, qui se produit si les données sont manquantes de façon non aléatoire. En effet, les pays très pauvres, où la gouvernance est mauvaise, ont souvent peu de données disponibles pour certaines variables plus élaborées. L'exclusion de ces pays biaiserait le résultat des estimations (Woolridge, 2012). C'est pourquoi les données choisies sont des variables relativement simples et disponibles afin d'établir le plus large échantillon possible.

Les variables des besoins du bénéficiaire classiques

Afin de tester la première hypothèse (H1), selon laquelle la SFI investit davantage dans les pays où les besoins sont les plus grands, soit dans les pays les plus pauvres, les plus peuplés et les moins développés, nous utilisons les trois principales variables utilisées dans la littérature sur l'allocation de l'aide au développement :

Le PIB par habitant : Les données sont tirées du site de données de la Banque mondiale pour les *Indicateurs de développement mondiaux (WDI)*. Elles sont extraites en dollars US courants, ajustées pour représenter la parité du pouvoir d'achat (PPA). Celles-ci sont ensuite converties en dollars US constants de 2020 à l'aide du déflateur du PIB compilé par le *US Bureau of Economic Analysis*. Les données utilisées dans la régression sont donc en dollars US constants de 2020, ajustées pour la PPA. La variable de PIB par habitant est incluse dans presque toutes les études

qui examinent l'allocation de l'aide au développement afin de représenter les besoins du bénéficiaire. Cette variable est disponible pour presque tous les pays receveurs d'investissements de la SFI et est un bon indicateur de développement économique. Un faible PIB par habitant indique en général un niveau de vie moins élevé et un développement économique plus faible dans un pays donné, signalant un plus grand besoin des investissements de la SFI dans ce pays. Nous introduisons également la variable au carré afin de capter des effets non-linéaires tel qu'illustré dans la revue de littérature. Selon ces effets non-linéaires, la SFI investirait moins dans les pays à très faible revenu; elle investirait davantage dans les pays à revenu intermédiaire, jusqu'à l'atteinte d'un certain niveau de revenu cependant. À partir de ce seuil, elle investirait moins selon le niveau de revenu.

L'espérance de vie : Cette variable est mesurée en nombre d'années à partir de la naissance et elle est obtenue sur le site *des Indicateurs de développement mondiaux (WDI)* de la BM. Elle représente les besoins du bénéficiaire en mesurant le niveau de développement humain des pays, plutôt que le développement économique que mesure le PIB. Plus l'espérance de vie est faible, plus les besoins de développement humain sont élevés, et plus la SFI devrait investir dans ces pays, toutes choses étant égales par ailleurs.

La population : Cette variable est définie comme le nombre de résidents d'un pays et est très fréquemment utilisée dans les études d'allocation de l'aide. Elle est obtenue sur le site *WDI* de la BM. Toutes choses étant égales par ailleurs, un plus grand nombre d'habitants indique un plus grand besoin à recevoir des investissements pour un pays donné. Ainsi, tenant compte uniquement de la population, on s'attend à ce que l'Inde reçoive plus d'investissements de la SFI que le Rwanda, par exemple. Nous introduisons également la variable au carré afin de capter de potentiels effets non-linéaires de la population, tel qu'illustré dans la revue de littérature. Selon ces effets non-linéaires, l'augmentation de la population s'accompagne d'augmentations moins que proportionnelles de la part des investissements. Cela fait en sorte que sur une base par habitant, les plus petits pays reçoivent davantage d'investissements

Nous aurions aimé utiliser le pourcentage de la population vivant sous le seuil de pauvreté de 1,90\$/jour comme indicateur de pauvreté d'un pays. Alors que le PIB par habitant permet de déterminer le niveau de développement économique moyen d'un pays, la proportion de population vivant sous le seuil de la pauvreté soulève les inégalités de cette distribution de richesse. D'ailleurs, dans sa réponse aux critiques de Kenny *et al.* (2018a), la SFI clame qu'elle

visé à investir dans les pays où un plus grand nombre de personnes vivant en situation de pauvreté sont situées. Malheureusement, cet indicateur n'est disponible sur le site *WDI* que pour un nombre limité de pays et d'années, nous empêchant de faire une analyse pertinente à l'aide de cette variable.

Les trois relations que nous nous attendons à observer en lien avec l'hypothèse H1 de la théorie des besoins du bénéficiaire sont les suivantes :

La SFI investit davantage dans les pays où les besoins sont grands, soit où :

H1a : Le PIB par habitant est faible (mesurant le niveau de besoin économique);

H1b : L'espérance de vie est faible (mesurant le niveau de besoin de développement humain);

H1c : La population est de taille importante (mesurant le niveau de besoin relatif).

Les variables d'additionnalité

Afin d'évaluer si la SFI investit selon le principe d'additionnalité financière, comme le stipule son mandat : « dans les cas où les capitaux privés ne sont pas disponibles à des conditions raisonnables » (IFC, 2020b), nous utilisons les deux variables suivantes :

Le crédit domestique au secteur privé : Cette variable mesure les ressources financières fournies par les sociétés financières au secteur privé. Les ressources financières peuvent prendre la forme de prêts, d'achats de titres sans participation, de crédits commerciaux, ou de toute autre forme de crédit qui exige un remboursement. Exprimée en pourcentage du PIB, cette variable indique la disponibilité du crédit pour les entreprises opérant dans un pays donné. Plus le crédit domestique est important par rapport au PIB d'un pays, moins les investissements de la SFI devraient être additionnels, car il existe déjà un marché commercial grâce auquel les entreprises peuvent se financer. Cette variable est entre autres utilisée par Dreher (2019) comme indicateur de disponibilité du capital; par Basilio (2014) comme mesure de développement financier; et par Kenny *et al.* (2018a) comme mesure d'additionnalité. Nous obtenons cette variable sur le site *WDI* de la BM.

Les investissements directs étrangers entrants : Cette variable mesure les entrées de fonds nettes (les nouveaux investissements moins les désinvestissements) qui servent à acquérir une prise de participation de 10 % ou plus dans une entreprise opérant dans une économie autre

que celle dans laquelle se situe l'investisseur. Cette mesure est également exprimée en pourcentage du PIB. Elle est utilisée comme complément au crédit domestique, car elle représente une forme de financement complémentaire pour les entreprises du secteur privé des PED. L'hypothèse H2 suggère que si les investissements directs étrangers entrants sont élevés par rapport au PIB d'un pays, les entreprises de ce pays ont alors déjà accès à du capital étranger et les investissements de la SFI ne sont généralement pas additionnels financièrement. Dreher (2019) utilise également cette mesure comme indicateur de disponibilité du capital, de manière complémentaire au crédit domestique. Nous obtenons cette variable sur le site *WDI* de la BM.

Les deux relations que nous nous attendons à observer en lien avec l'hypothèse H2 qui traite du principe d'additionnalité sont les suivantes :

La SFI investit davantage dans les pays où les alternatives de financement sont rares pour les entreprises, soit où :

H2a : La disponibilité du crédit domestique au secteur privé est faible;

H2b : Les investissements direct étrangers entrants sont faibles.

Les variables de gouvernance

Selon la littérature, plusieurs indicateurs de gouvernance, prenant la forme d'indices compilés par diverses organisations, permettent de mesurer la qualité de la gouvernance des pays. Nous faisons notre choix de variables de gouvernance en considérant la disponibilité des données pour le plus grand nombre de pays possibles et considérons aussi la corrélation des variables de gouvernance entre elles, ce qui nous amène à ne conserver que les variables suivantes dans notre analyse principale :

Restriction des droits politiques et des libertés civiles : Cet indice colligé par l'organisme *Freedom House* et obtenu sur le site *freedomhouse.org*, mesure le niveau de restriction des droits politiques et des libertés civiles dans un pays. Les droits politiques couvrent le processus électoral, la pluralité politique, la participation des citoyens et le fonctionnement du gouvernement. Les libertés civiles couvrent la liberté d'expression et de croyance, les droits d'association, la règle de loi, les droits individuels et l'autonomie personnelle.

Les cotes varient de 1 à 7 pour les droits politiques et de 1 à 7 pour les libertés civiles. Nous faisons la somme des deux cotes afin d'obtenir une cote qui se situe entre 2 et 14 pour chaque pays, une cote de 2 indiquant le plus grand niveau de respect pour les droits et les libertés; et une cote de 14, le plus de restriction pour ceux-ci.

Ainsi, nous nous attendons à ce que la SFI investisse plus dans les pays avec une faible cote, soit ceux jouissant d'une meilleure gouvernance politique. Cette variable est fréquemment utilisée dans les études sur l'allocation de l'aide au développement; comme indicateur de gouvernance, notamment par Neumayer (2003b), Dollar & Levin (2006), Berthelemy & Tichit (2004); et comme indicateur de risque politique par Basilio (2014).

Niveau de terreur politique : Cet indice de *Political Terror Scale* est obtenu sur le site politicalterrorsscale.org. Il mesure le niveau de terreur politique dans un pays, qui est définie comme la violation des droits humains fondamentaux par des agents de l'État, dans les limites territoriales de l'État en question. Trois cotes sont disponibles par pays-année, chacune d'elles se basant sur une source différente. Les trois sources sont Amnistie internationale, *Human Rights Watch* et le Département d'État des États-Unis. Nous prenons la moyenne de ces trois cotes comme variable. Les cotes varient de 1 à 5 selon le niveau de terreur politique, 5 étant le niveau de terreur le plus élevé.

Nous nous attendons donc à ce que la SFI investisse plus dans les pays où la cote est faible, c'est-à-dire où règne une meilleure gouvernance. Cette variable est également utilisée par Neumayer (2003b) comme indicateur de gouvernance.

Contrôle de la corruption : Cet indice, tiré des Indicateurs mondiaux de gouvernance, représente une des six dimensions de la gouvernance présentées par le programme de la BM (Kaufmann *et al.*, 2010). L'indicateur du contrôle de la corruption mesure à quel point le pouvoir public est perçu comme étant utilisé à des fins de gains personnels et à quel point les élites et les intérêts privés dirigent les décisions de l'État. La corruption constitue un risque pour le secteur privé, car les individus et les entreprises peuvent être confrontés à des pratiques impliquant des pots-de-vin afin d'obtenir des contrats, des documents, etc. La corruption peut menacer le bon fonctionnement du secteur privé et l'exposer à des sanctions légales ou des atteintes à sa réputation. L'indice prend une valeur de -2,5 à 2,5 selon le niveau de contrôle de corruption

perçu dans un pays. Une cote de -2,5 indique un niveau élevé de corruption et une cote de 2,5 indique un niveau pratiquement nul de corruption.

Nous nous attendons à ce que la SFI investisse davantage dans les pays où le niveau de corruption est faible, soit où la cote de cet indice est élevée. Cette variable est également utilisée par Neumayer (2003b) et Wittenberg (2020).

Les relations que nous nous attendons à observer en lien avec l'hypothèse H3 et la théorie de la gouvernance comme conduit pour l'efficacité des investissements de la SFI sont les suivantes :

La SFI investit davantage dans les pays qui ont une meilleure gouvernance, soit où :

H3a : Le respect des droits politiques et des libertés civiles est élevé (l'indice Freedom House est bas);

H3b : Le niveau de terreur politique est faible (l'indice Political Terror Scale est bas);

H3c : Le niveau de corruption est faible (l'indice WGI-Contrôle de la corruption est élevé).

Les variables d'intérêt commercial ou de rendement-risque

Nous choisissons les quatre variables suivantes, qui sont fréquemment utilisées dans la littérature comme déterminants des investissements de nature commerciale. Ces indicateurs représentent les rendements potentiels, le niveau de stabilité macro-économique et le risque réglementaire d'un pays.

Le taux de croissance annuel du PIB : La croissance annuelle du produit intérieur brut (PIB) représente la variation relative du volume du PIB en dollars constants entre deux années. Ce taux reflète le changement (positif ou négatif) du niveau d'activité économique dans un pays d'une année à l'autre, et il peut également être considéré comme un prédicteur de la croissance attendue du marché domestique dans un pays (Noorbakhsh *et al.*, 2001). Ainsi, cette variable est souvent utilisée dans la littérature des déterminants des investissements comme un indicateur de rendement potentiel pour les investisseurs (Nunnenkamp, 2002; Schneider & Frey, 1985). Le taux de croissance du PIB est obtenu du site *WDI* de la BM. Le taux de croissance du PIB pouvant être assez volatile d'une année à l'autre pour les pays en développement, nous transformons cette variable en une cote allant de 0 à 10 en intervalles de 0.5, 0 étant un taux de croissance du PIB de -6% ou moins, et 10 étant un taux de croissance de 6% ou plus. L'idée de transformer la variable en une cote et l'échelle de cotation pour ce faire proviennent de la

méthodologie de l'*International Country Risk Guide* (ICRG) pour sa composante sur le risque financier d'un pays. L'échelle de transformation se trouve à l'annexe C.

Comme nous faisons l'hypothèse que la SFI avance ses intérêts commerciaux à travers ses choix d'investissements, et qu'elle cherche conséquemment à maximiser son rendement, nous nous attendons à ce qu'il y ait une corrélation positive entre la cote de croissance et les investissements de la SFI.

Le taux d'inflation annuel : Cette variable représente la croissance annuelle de l'indice des prix à la consommation. Le taux d'inflation est un indicateur de stabilité macroéconomique pour les pays et donc, une forte inflation, représentant une flambée des prix, est considéré comme étant un risque pour les investissements (Schneider & Frey, 1985). Le taux d'inflation annuel est obtenu du site *WDI* de la BM. Le taux d'inflation étant volatile à travers les années pour les pays en développement, nous transformons cette variable en une cote de 0 à 10 en intervalles de 0.5 avec la méthodologie et l'échelle employées par ICRG. Une cote de 0 indique une inflation de 130 % et plus, alors qu'une cote de 10 indique une inflation de 2 % ou moins. L'échelle de transformation se trouve à l'annexe C. ²

Toutes choses étant égales par ailleurs, les investissements de la SFI devraient être positivement reliés à une cote élevée (qui représente un niveau bas d'inflation), selon l'hypothèse que l'institution cherche à réduire le risque d'investissement macroéconomique.

L'ouverture aux échanges : L'ouverture aux échanges est mesurée comme la somme des importations et des exportations d'un pays, en pourcentage du PIB. Les données proviennent du site web de la Conférence des Nations unies pour le Commerce et le Développement (CNUCED). L'ouverture aux échanges est associée aux flux d'investissement privés dans la littérature sur les déterminants de ceux-ci (Blonigen, 2005; Torissi, 1985), car elle est le gage d'une économie innovante, productive et ouverte au commerce international. De plus, elle permet la réduction des risques pour les investisseurs en réduisant le risque de crise monétaire et d'instabilité économique dans un pays (Glick & Hutchison, 2013). Nous nous attendons à ce que la SFI investisse davantage dans les pays qui ont une ouverture aux échanges plus élevée.

² La stabilité du taux de change est une autre mesure économique qui aurait pu être utilisée comme variable explicative.

Qualité réglementaire : Cette variable est un des indices provenant des Indicateurs de gouvernance mondiaux (WGI) de la Banque mondiale. Cet indicateur reflète la capacité du gouvernement à formuler et à implanter des politiques et des lois qui permettent et encouragent le développement du secteur privé. Cet indicateur inclut entre autres la facilité de créer une entreprise, le contrôle des pratiques concurrentielles, le risque réglementaire et l'incohérence fiscale (WGI, 2021). Cet indicateur est construit à partir de plus de 30 sources de données individuelles provenant d'organisations internationales et de firmes privées. L'indice prend une valeur située entre -2.5 et 2.5, -2.5 indiquant une faible qualité réglementaire et 2.5 une forte qualité réglementaire. Nous faisons l'hypothèse que la SFI investit davantage dans les pays où le risque est faible, soit où l'indice de qualité réglementaire est élevé. Cette variable est parfois utilisée dans les études sur l'allocation de l'aide au développement comme une variable mesurant la gouvernance (Neumayer, 2003b), mais elle est aussi utilisée dans les études sur les déterminants des investissements commerciaux (Rammal & Zurbruegg, 2006; Dellis *et al.*, 2017)

En lien avec l'hypothèse H4 de notre étude qui stipule que la SFI agit selon des intérêts commerciaux et les déterminants des investissements privés, nous nous attendons aux constats suivants :

H4a : La SFI investit davantage dans les pays où les possibilités de rendement sont élevées, soit où le taux de croissance du PIB est élevé (la cote de l'indice est élevée);

H4b : La SFI investit davantage dans les pays où le risque macroéconomique est faible, soit où l'inflation est basse (la cote de l'indice est élevée);

H4c : La SFI investit davantage dans les pays ouverts au commerce, productifs et innovants et où le risque macroéconomique est faible, soit où l'ouverture aux échanges est élevée;

H4d : La SFI investit davantage dans les pays où le risque réglementaire pour les entreprises est faible, soit où l'indice WGI – Qualité réglementaire est élevé.

Les variables de l'intérêt du donateur

Afin de mesurer l'intérêt du donateur, nous reproduisons ce que font plusieurs études qui examinent l'intérêt du donateur chez une institution multilatérale (Fleck & Kilby, 2006; Neumayer 2003b) et nous tentons de mesurer l'intérêt du plus gros actionnaire ou du plus gros acteur d'influence de l'institution. Dans le cas de la SFI, son actionnaire principal sont les États-Unis, dotés de 21 % des droits de vote de l'institution. Nous incluons donc des variables

représentant les intérêts commerciaux et politico-stratégiques des États-Unis. Également, afin de mesurer l'intérêt du donateur sous une autre facette, nous utilisons la variable étudiée par Dreher *et al.* (2019), soit le fait que le pays bénéficiaire des investissements siège au conseil d'administration de la SFI.

La part d'exportations des États-Unis : Afin de mesurer l'intérêt commercial des États-Unis, nous mesurons le pourcentage d'exportations des États-Unis réalisées vers chacun des pays de l'échantillon par rapport aux exportations totales des États-Unis. Nous calculons cette variable à partir des données d'exportations en dollars disponibles sur le site *IMF Direction of Trade Statistics*. La part d'exportation du donateur vers le pays récipiendaire est fréquemment utilisée par les études d'allocation (Neumayer, 2003b; Fleck & Kilby, 2006). Si les décisions d'allocation de la SFI sont influencées par les intérêts commerciaux de son actionnaire principal, nous devrions alors observer un lien positif entre la part d'exportations des États-Unis destinées à un pays et les investissements de la SFI dans ce pays.

La part d'assistance militaire des États-Unis : Cette variable mesure la part d'assistance militaire en provenance des États-Unis reçue par un pays. Elle est utilisée comme proxy d'intérêt politico-stratégique de l'actionnaire principal de la SFI. Les États-Unis allouent de l'aide internationale sous la forme d'assistance militaire aux pays qui sont considérés comme leurs alliés et qui sont stratégiquement importants (Sullivan *et al.*, 2011). L'objectif d'une telle assistance est de faire avancer les intérêts de la sécurité nationale et de combattre le terrorisme (U.S Department of State, 2007). Cette variable est calculée à partir des montants d'assistance militaire en dollars disponibles sur le site de USAID. Si les décisions d'allocation de la SFI sont influencées par les intérêts politico-stratégiques de son actionnaire principal, elle devrait alors investir davantage dans les pays où la part d'assistance militaire des États-Unis est plus grande. Cette variable est également utilisée par Neumayer (2003b) et Fleck et Kilby (2006).

Le siège au conseil d'administration : Nous utilisons une variable binaire afin d'indiquer le fait qu'un pays siège au conseil d'administration de la SFI durant une année donnée. Cette variable est construite à partir des rapports annuels produits entre 2000 et 2020 par la SFI et la Banque mondiale. La variable prend la valeur de 1 si un pays fait partie du conseil d'administration lors d'une année et de 0 s'il n'en fait pas partie. Cette variable est la même que celle construite par Dreher *et al.* (2019) afin de vérifier si le siège d'un pays sur le conseil de la SFI influence son

allocation d'investissement. Dans le même esprit que Dreher *et al.*, nous nous attendons à ce que la SFI investisse davantage dans les pays qui siègent à son conseil d'administration.

En lien avec l'hypothèse H5 et la théorie de l'intérêt du donateur, nous nous attendons aux tendances suivantes :

H5a : La SFI investit davantage dans les pays où les États-Unis ont un intérêt commercial, soit où la part d'exportations des É.-U. est élevé;

H5b : La SFI investit davantage dans les pays où les États-Unis ont un intérêt politico-stratégique, soit où la part d'assistance militaire des É.-U. est élevée;

H5c : La SFI investit davantage dans les pays qui siègent à son conseil d'administration.

La variable de l'inertie : la variable dépendante retardée

Comme le suggère McGillivray (1993), nous incluons dans notre modèle la variable dépendante retardée afin de tester une potentielle inertie dans l'allocation des investissements de la SFI. Nous voulons évaluer la possibilité que l'organisation puisse être portée à investir davantage dans les pays où elle a acquis de l'expérience, soit là où elle a déjà investi dans un passé récent. Nous choisissons un retard d'un an. Un retard de deux ans sera également employé dans les tests de robustesse. Il est commun dans la littérature d'utiliser des retards d'un an ou deux ans pour les variables autorégressives (McGillivray, 2003). En investissant dans un pays, les agents de la SFI en viennent à connaître les lois, les partenaires et les ressources locales. Compte tenu des montants que les agents ont à investir année après année et des ressources humaines limitées, il est logique de penser qu'il est plus facile d'investir dans un pays connu, plutôt que d'avoir à recommencer à zéro dans un nouveau pays, ou dans un pays où cela fait plus longtemps qu'ils ont investi. Feeny et McGillivray (2008) incluent également la variable retardée de l'aide afin de tester une hypothèse semblable.

En lien avec l'hypothèse H6 et la théorie de l'inertie bureaucratique, nous nous attendons au constat suivant :

H6 : La SFI investit davantage dans les pays où elle a déjà investi dans le passé, soit où la variable retardée de la part d'investissement prend une valeur élevée.

Les variables de coordination du Groupe de la Banque mondiale

La part des engagements financiers bruts de la Banque internationale pour la reconstruction et de développement (BIRD) dans un pays et celle de l'Agence de développement internationale (IDA) sont des variables pertinentes à étudier, car on peut supposer une certaine coordination entre ces autres agences de la Banque mondiale et la SFI. En effet, la SFI entreprend plusieurs initiatives en partenariat avec ces agences de la BM (Nonay, 2021). Ces variables sont définies comme étant le pourcentage des engagements financiers de l'agence (BIRD ou IDA) dans un pays pour une année donnée. Les données proviennent du site *WBG Open Finances* du Groupe de la BM.

Nous nous attendons au fait qu'il existe des liens positifs entre les investissements de la SFI et les montants investis par les autres agences de la BM, soit les sous-hypothèses suivantes :

H7a : La SFI investit davantage dans les pays où la part des engagements financiers de la BIRD est élevée;

H7b : La SFI investit davantage dans les pays où la part des engagements financiers de l'IDA est élevée.

La variable de changement lié à la direction stratégique

Afin de vérifier l'hypothèse H8, soit s'il y a des changements observés dans les comportements d'investissements de la SFI liés au changement de direction stratégique de l'agence, nous introduisons, dans une version de nos régressions, une variable binaire pour la période caractérisée de SFI 3.0. Cette variable prend la valeur de 1 si l'année d'observation est située entre 2017 et 2020 inclusivement (la période caractérisée par la stratégie SFI 3.0), et de 0 sinon (période entre 2000 et 2016 inclusivement, caractérisée par la stratégie SFI 2.0). Nous faisons interagir cette variable muette avec toutes les variables explicatives de notre modèle, afin de constater les différences entre les périodes d'investissement de la SFI qui comportent des directions stratégiques distinctes.

Nous nous attendons à ce qu'il y ait des changements significatifs dans l'importance des déterminants d'investissement de la SFI entre les périodes 2.0 et 3.0. Plus spécifiquement, nous faisons les sous-hypothèses suivantes :

Dans la période 3.0, en comparaison avec la période 2.0 :

H8a : La SFI met davantage l'accent sur les besoins du bénéficiaire pour l'allocation de ses investissements.

H8b : La SFI investit davantage selon le principe d'additionnalité.

H8c : La SFI prend plus de risques et investit moins selon le principe d'intérêt commercial.

H8d : La SFI diminue son niveau d'inertie pour l'allocation de ses investissements.

H8e : La SFI démontre une meilleure coordination avec les autres agences de la BM et investit davantage dans les pays où celles-ci sont plus actives.

Nous ne faisons pas d'hypothèses spécifiques quant aux changements de direction stratégique en ce qui a trait à la gouvernance et à l'intérêt du donateur.

Le tableau 1 résume les définitions, les sources et les signes attendus pour les variables utilisées dans notre modèle. Notons que conformément à la littérature, la variable dépendante ainsi que les variables de PIB par habitant et de population sont utilisées sous leur forme logarithmique dans les régressions.

Tableau 1: Récapitulatif des variables du modèle

Hypothèses	Catégories de variables	Noms	Définitions	Sources	Signes attendus	H8
	Variable dépendante	In(part d'investissement de la SFI)	Log du pourcentage d'investissements annuels de la SFI pour un pays	Construite manuellement à partir du site <i>Open Finances</i> de la Banque mondiale		<i>Changement lié à la direction stratégique</i>
	Variables indépendantes					Signes attendus pour l'effet d'interaction avec la variable SFI 3.0 (=1 pour 2017 à 2020 incl.; 0 sinon)
H1	<i>Besoin du bénéficiaire</i>	In(PIB par habitant)	Log du produit intérieur brut par habitant en dollars US constants de 2020, ajusté pour la PPA	Indicateurs de développement de la Banque mondiale (WDI); ajusté manuellement avec le déflateur du PIB pour 2020	-	-
		(In(PIB par habitant)) ²	log du PIB par habitant, au carré	Construite manuellement à partir des Indicateurs de développement de la Banque mondiale (WDI)	N.A	N.A
		In(population)	Log du nombre de millions de résidents d'un pays	Construite manuellement à partir des Indicateurs de développement de la Banque mondiale (WDI);	+	+
		(In(population)) ²	Log de la population, au carré	Indicateurs de développement de la Banque mondiale (WDI)	N.A	N.A
		Espérance de vie	Espérance de vie à la naissance, exprimé en nombre d'années	Indicateurs de développement de la Banque mondiale (WDI)	-	-
H2	<i>Additionalité</i>	Crédit domestique au secteur privé	Crédit fourni aux entreprises privées d'un pays par les institutions financières; exprimé en pourcentage du PIB	Indicateurs de développement de la Banque mondiale (WDI)	-	-
		Investissements directs étrangers	Investissements directs étrangers entrants nets d'un pays; exprimé en pourcentage du PIB	Indicateurs de développement de la Banque mondiale (WDI)	-	-
H3	<i>Gouvernance</i>	Restriction des droits politiques et des libertés civiles	Indice de <i>Freedom House</i> ; somme des indices de restriction individuels des libertés civiles et des droits politiques (2 à 14)	Freedom House (freedomhouse.org)	-	N.A
		Niveau de terreur politique	Indice de <i>Political Terror Scale</i> ; moyenne des trois sources de niveau de terreur politique disponibles (1 à 5)	The Political Terror Scale 1976-2020 (politicalterrorscale.org)	-	N.A
		Contrôle de la corruption	Indice mesurant le contrôle de la corruption (-2,5 à 2,5)	Indicateurs mondiaux de gouvernance de la Banque mondiale (WGI)	+	N.A
H4	<i>Intérêt commercial</i>	Croissance du PIB	Cote indiquant le niveau de croissance du PIB d'une année à l'autre (0 à 10)	Indicateurs de développement de la Banque mondiale (WDI); cote construite avec la méthodologie du International Country Risk Guide (ICRG)	+	-
		Faible inflation	Cote indiquant le niveau de variation en pourcentage de l'indice des prix à la consommation d'une année à l'autre (0 à 10)	Indicateurs de développement de la Banque mondiale (WDI); cote construite avec la méthodologie du International Country Risk Guide (ICRG)	+	-
		Ouverture aux échanges	Somme des importations et exportations; exprimée en pourcentage du PIB	Conférence des Nations unies pour commerce et le développement (CNUCED)	+	-
		Qualité réglementaire	Indice mesurant la qualité réglementaire d'un pays (-2.5 à 2.5)	Indicateurs mondiaux de gouvernance de la Banque mondiale (WGI)	+	-
H5	<i>Intérêt du donateur</i>	Part d'exportations des États-Unis	Pourcentage des exportations totales annuelles des États-Unis dirigé vers un pays	Construite manuellement à partir de <i>Direction of Trade Statistics</i> du Fonds monétaire international	+	N.A
		Part d'assistance militaire des États-Unis	Pourcentage de l'assistance militaire totale annuelle des États-Unis dirigé vers un pays	Construite manuellement à partir de <i>U.S. Overseas Loans and Grants (Greenbook)</i> , USAID	+	N.A
		Siège au conseil d'administration	Variable dichotomique prenant la valeur de 1 si un pays a un représentant sur le conseil d'administration de la SFI cette année-là, 0 sinon	Construite manuellement à partir des rapports annuels de la SFI et de la Banque mondiale, 2000-2020	+	N.A
H6	<i>Inertie bureaucratique</i>	In(part d'investissement de la SFI t-1)	Log du pourcentage d'investissements annuels de la SFI pour un pays, retardé d'une période	Construite manuellement à partir du site <i>Open Finances</i> de la Banque mondiale	+	-
H7	<i>Coordination de la Banque mondiale</i>	Part d'engagements financiers de la BIRD	Pourcentage des engagements financiers bruts totaux annuels de la BIRD pour un pays donné	Construite manuellement à partir du site <i>Open Finances</i> de la Banque mondiale	+	+
		Part d'engagements financiers de l'IDA	Pourcentage des engagements financiers bruts totaux annuels de l'IDA pour un pays donné	Construite manuellement à partir du site <i>Open Finances</i> de la Banque mondiale	+	+

3.3 Présentation des données

Nous utilisons des données de panel de pays afin d'examiner la répartition géographique des investissements de la SFI dans ses pays membres en développement, sur une période de 21 ans, soit entre les années 2000 et 2020 inclusivement.

L'utilisation de données de panel permet d'obtenir plus de degrés de liberté et moins de multicolinéarité que les données en coupe transversale, ce qui augmente l'efficacité des estimations économétriques (Hsiao, 2005).

Le choix de la période à l'étude résulte de la disponibilité des données sur la base de données *WBG Open Finance* du Groupe de la Banque mondiale. Les projets de la SFI n'y sont disponibles qu'à partir de l'année 2000. Le fait d'observer les investissements regroupés par pays correspond à ce qui se fait dans la littérature sur l'allocation de l'aide au développement (McGillivray, 2003).

Les pays qui sont inclus dans notre base de données font partie des 185 pays membres de la SFI (en date de décembre 2020) qui sont catégorisés par la Banque mondiale comme étant à faible revenu, à revenu intermédiaire de la tranche inférieure ou à revenu intermédiaire de la tranche supérieure pour au moins une des années à l'étude (153 pays).

Notons que les pays catégorisés comme étant à revenu élevé sont exclus de notre analyse, sauf ceux ayant déjà reçu un investissement de la SFI dans les années étudiées alors qu'ils étaient catégorisés à revenu élevé (7 pays). Par exemple, la Grèce est un pays qui est catégorisé à revenu élevé par la BM pour chacune des années à l'étude, soit entre 2000 et 2020 inclusivement. Si la Grèce ne recevait aucun investissement de la SFI durant cette période, le pays serait exclu de notre analyse. Cependant, comme ce pays a reçu des investissements de la SFI au cours de l'une des périodes à l'étude, nous incluons la Grèce dans notre analyse pour chacune des périodes, car il semble que la SFI classifie ce pays comme étant éligible à recevoir des investissements. Les années où il n'y a pas eu d'investissement dans ce pays prennent la valeur zéro dans les données.

D'autre part, si un pays passe à une catégorisation de revenu élevé durant la période à l'étude, ce pays est alors inclus dans la base de données pour toutes les années à l'étude, même celles où il est classifié à revenu élevé. Finalement, si un pays se joint comme pays membre de la SFI au cours de notre période d'analyse, nous incluons ce pays dans les données seulement pour les

années où ce pays était éligible à recevoir du financement de la SFI, soit à partir de l'année où il est devenu membre.

Nos données pour la variable dépendante, soit les investissements de la SFI, sont donc de nature limitée, car elles ne peuvent comprendre que la valeur zéro ou une valeur positive pour une année donnée. Le tableau 2 présente la répartition des observations (la variable dépendante) et des pays selon les investissements reçus de la SFI. Comme on peut le constater, une valeur nulle est observée dans le cas de 51 % des observations pays-année (soit 1679 observations sur 3293 observations totales). Nos données sont composées de 160 pays éligibles à recevoir des investissements de la SFI. Parmi ces pays, 92 % (148 pays) ont déjà reçu un investissement de la SFI au moins durant une période étudiée, alors que 8 % (12 pays) n'en ont pas reçu durant cette même période.

Tableau 2 : Répartition des observations et des pays selon les investissements reçus de la SFI

<i>Investissements de la SFI</i>	<i>Nombre d'observations</i>	<i>Pourcentage d'observations</i>	<i>Nombre de pays</i>	<i>Pourcentage de pays</i>
<i>Valeur positive</i>	1614	49%	148*	92%*
<i>Valeur nulle</i>	1679	51%	12	8%
Total	3293	100%	160	100%

**Note: Pays ayant au moins une valeur positive d'investissement sur les 21 années à l'étude*

Source: Tableau construit à partir de la base de données compilée par pays-année à partir des données de projets de la SFI disponibles sur WBG Open Finances (<https://finances.worldbank.org>)

Tableau 3: Statistiques descriptives pour les variables

Variable	Obs	Moyenne	Écart-type	Min	Max
Part d'investissement de la SFI	3293	.638	1.66	0	22.545
PIB par habitant	3293	12802.171	15547.512	623.323	144160.69
Population (millions)	3293	37.49	145.6	0.011	1397.71
Espérance de vie	3293	67.565	8.705	38.634	85.078
Crédit domestique	3293	36.829	31.627	.403	237.472
Investissements directs étrangers entrants	3293	4.635	6.81	-40.33	103.337
Croissance du PIB	3293	7.972	2.468	0	10
Faible inflation	3293	8.375	1.731	0	10
Ouverture aux échanges	3293	86.596	49.682	.167	442.62
Part d'exportations des É.-U.	3293	.307	1.27	0	15.945
Part d'assistance militaire des É.-U.	3293	.613	3.928	0	55.179
Siège au conseil d'administration	3293	.101	.301	0	1
Restriction des droits politiques et des libertés civiles	3293	7.561	3.654	2	14
Niveau de terreur politique	3272	2.756	1.1	1	5
Qualité règlementaire	3293	-.315	.81	-2.5	2.261
Contrôle de la corruption	3284	-.372	.737	-1.869	2.326
Part d'engagements financiers de la BIRD	3293	.636	2.084	0	21.506
Part d'engagements financiers de l'IDA	3293	.637	1.777	0	26.116

Source: Tableau construit à partir de la base de données compilée par pays-année à partir des données de projets de la SFI disponibles sur WBG Open Finances (<https://finances.worldbank.org>)

Le tableau 3 présente les statistiques descriptives concernant nos variables. Nous présentons les statistiques descriptives de ces variables en niveau plutôt qu'en logarithme, afin que l'interprétation soit plus intuitive.

La part des investissements de la SFI prend des valeurs entre 0% et 22.5% dans notre échantillon. La moyenne d'investissements reçus est de 0.64%, avec un écart-type de 1.66%. Les pays qui reçoivent de grandes parts d'investissements annuels de la SFI (plus de 15%) sont le Nigeria, le Brésil, l'Inde et la Russie. Il y a de fortes variations dans les niveaux de PIB par habitant, avec un écart-type de 15 500\$. On peut remarquer que la valeur maximale est très élevée pour cette variable. Cela provient du fait que certains pays à revenu élevé sont inclus dans les observations, puisque la SFI y a fait des investissements. Ces pays sont le Kuwait, Hong Kong, Singapour, les Émirats Arabes Unis et l'Arabie Saoudite.

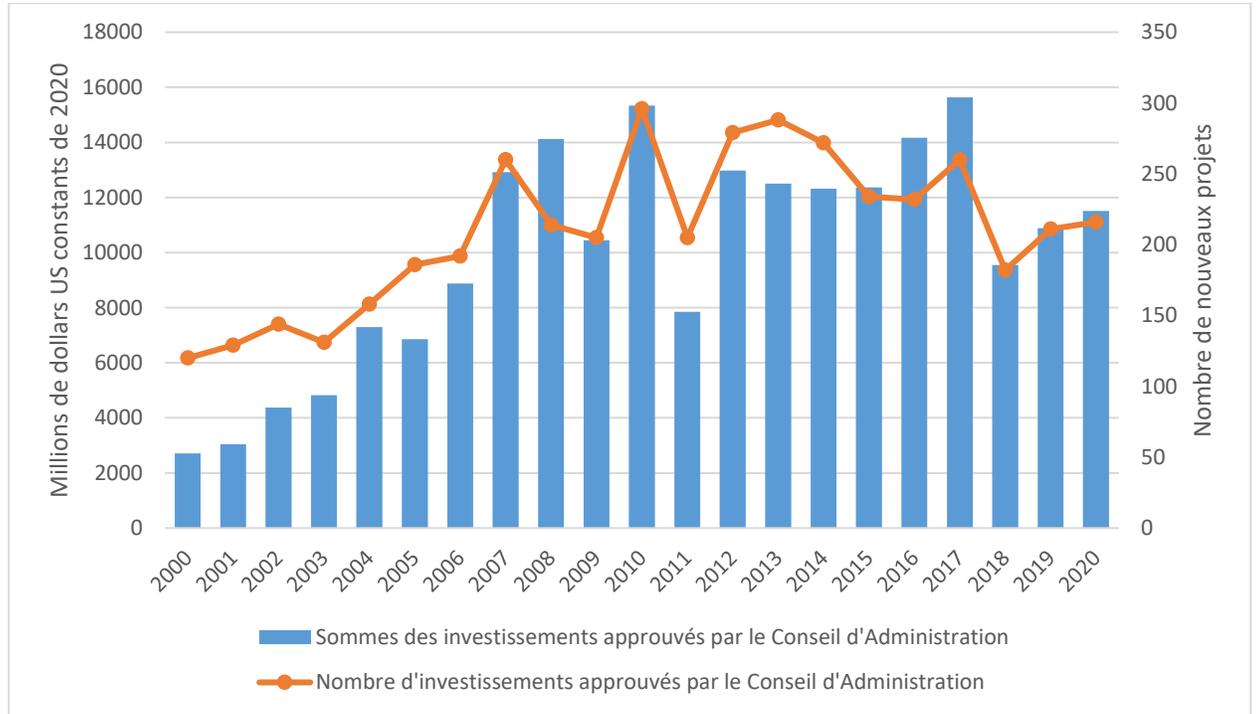
Les variables de crédit domestique au secteur privé et d'IDE ont également un écart-type considérable. Certains pays ont du crédit disponible jusqu'à plus de deux fois la valeur de leur PIB, alors que certains ont près de 0% de leur PIB en crédit disponible. Les IDE prennent une valeur minimale de -40% du PIB, indiquant que certains pays connaissent plus de désinvestissements que d'investissements entrants. La valeur maximale pour la part d'exportation des É.U. appartient au Mexique, qui est de manière consistante le plus grand receveur d'exportations de ce pays. Pour ce qui est de la part d'assistance militaire reçue des É.U., l'Israël et l'Afghanistan sont les plus grands receveurs, avec parfois plus de 50% des flux annuels.

Notre panel est presque équilibré, car nous avons utilisé des variables explicatives largement disponibles pour un grand nombre de pays. Malgré ce choix, certaines variables explicatives étaient manquantes pour certains pays, souvent de très petits pays ou des pays très pauvres affligés par un conflit, comme le Palau et la Somalie. Afin de ne pas créer de biais de sélection en excluant ce type de pays de notre analyse, nous avons cherché des sources de données complémentaires lorsque cela était nécessaire. Par exemple, nous utilisons les estimations de population des Nations unies, publiées dans leur série *Global Economic Outlook* (2019) afin de compléter nos données de population. Nous utilisons également les estimations de la série *Perspectives économiques mondiales* du FMI pour le PIB par habitant, l'inflation et la croissance du PIB. Nous utilisons aussi les données du *CIA World Factbook* pour les données manquantes sur l'espérance de vie à la naissance et les données de CNUCED pour les données manquantes sur l'ouverture aux échanges.

Après avoir pris en considération les sources secondaires, nous utilisons la technique d'interpolation si certaines variables sont manquantes pour certaines années, dans les cas où elles sont disponibles pour des années antérieures et subséquentes. Si les variables sont manquantes pour certaines années récentes seulement, nous faisons alors l'extrapolation en utilisant la méthode suivante : 1) Nous calculons la variation moyenne pour cette variable entre l'année de référence (dernière année où la donnée est disponible) et l'année manquante, pour tous les pays qui sont de la même région du monde et de la même catégorisation de revenu de la BM que le pays où la variable est manquante. 2) Nous appliquons cette variation moyenne en pourcentage à la donnée de la dernière année disponible pour ce pays, afin d'obtenir une donnée pour l'année qui est manquante.

La figure 7 présente les investissements de la SFI en termes de montants et de nombre de projets approuvés par année.

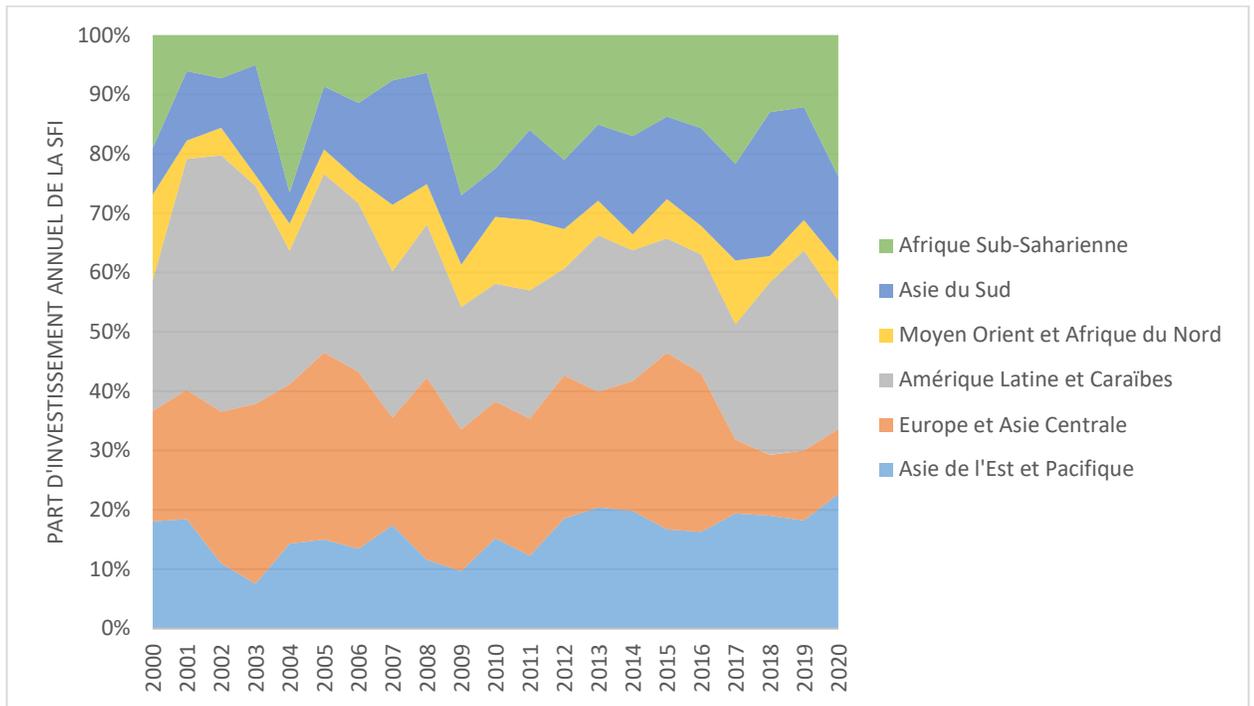
Figure 7: Les investissements de la SFI : Montants et nombre de projets approuvés par année



Source : Graphique construit à partir de la base de données compilée par pays-année à partir des données de projets de la SFI disponibles sur WBG Open Finances (<https://finances.worldbank.org>)

On constate à la figure 7 que le nombre et les montants de nouveaux investissements annuels approuvés par la SFI ont augmenté significativement entre 2000 et 2007. Depuis, les activités ont été relativement stables, quoiqu'avec une certaine baisse des investissements en 2011 et en 2018.

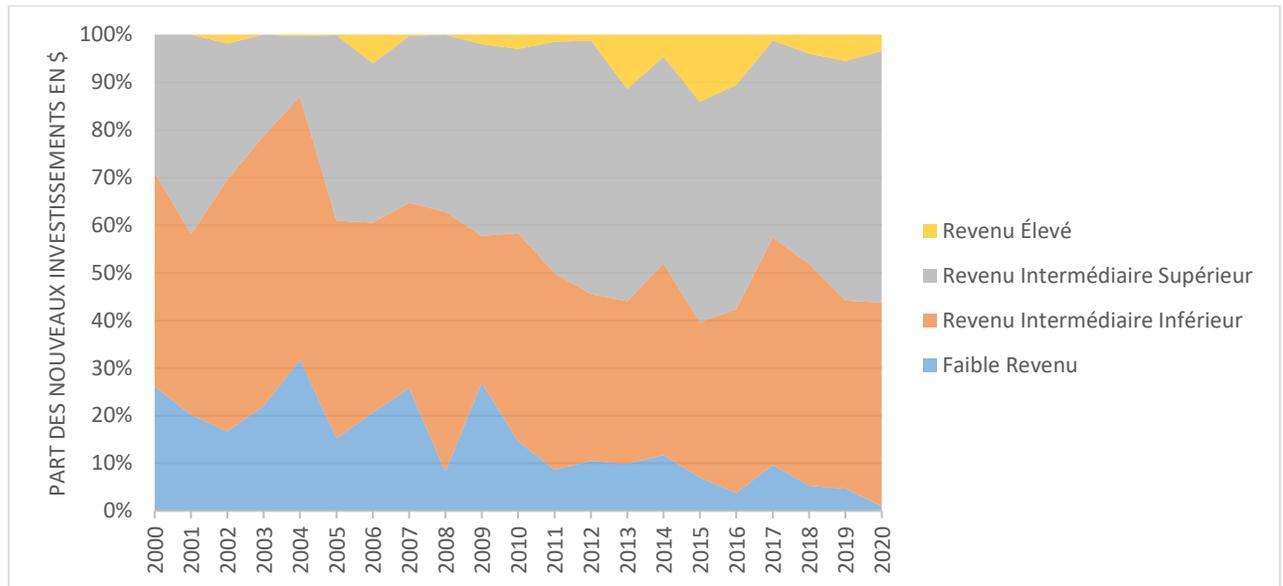
Figure 8: Répartition géographique des investissements annuels de la SFI, par région du monde



Source : Graphique construit à partir de la base de données compilée par pays-année à partir des données de projets de la SFI disponibles sur WBG Open Finances (<https://finances.worldbank.org>)

La figure 8 donne une idée de la répartition géographique des investissements de la SFI à travers les années de notre échantillon. On observe que les investissements en Afrique sub-saharienne ont légèrement augmenté depuis 2009, représentant 15 % à 20 % des nouveaux investissements annuels. Les investissements au Moyen-Orient et en Afrique du Nord représentent une faible portion des montants, en moyenne 7 % sur la période, mais ont augmenté lors de certaines périodes clés, comme en 2010 et 2011, à l’aube du printemps arabe. L’Amérique latine et les Caraïbes représentent une fraction importante des investissements de la SFI, jusqu’à 45 % en 2002 et de 20 % à 30 % depuis 2004. L’Europe et l’Asie centrale représentent aussi une région importante d’investissement, mais la proportion de nouveaux investissements alloués à cette région est en forte baisse depuis 2017, année à laquelle la SFI a commencé à implanter la stratégie 3.0. La moyenne d’investissements alloués à cette région passe en effet de 25 % entre 2000 et 2016 à 11 % à partir de 2017. L’Asie de l’Est et le Pacifique représentent également une portion importante des investissements, en moyenne 16 % du portefeuille sur la période totale, mais en légère hausse depuis 2012.

Figure 9: Répartition des investissements annuels de la SFI selon la classification de revenu de la Banque mondiale



Source : Graphique construit à partir de la base de données compilée par pays-année à partir des données de projets de la SFI disponibles sur WBG Open Finances (<https://finances.worldbank.org>)

La figure 9 illustre la proportion des nouveaux investissements approuvés annuellement pour des pays appartenant à différentes classifications de revenu de la Banque mondiale. Les pays classifiés à revenu intermédiaire, de la tranche supérieure et inférieure, constituent la majeure partie des investissements annuels. Les pays classifiés à faible revenu constituaient une portion plus importante jusqu'en 2011, année au cours de laquelle les investissements baissent drastiquement dans ces pays, pour atteindre 3 % en 2020. Il est intéressant de noter que cette baisse d'investissement dans les pays à faible revenu est observable même depuis 2017, année à laquelle la stratégie SFI 3.0 commence à être implantée. Il est également surprenant d'observer que les pays catégorisés à revenu élevé reçoivent une certaine part des investissements, qui semblent même être en hausse depuis 2012, atteignant plus de 10 % en 2013, 2015 et 2016.

Le tableau 4 met en lumière les corrélations entre les variables. Nous observons une corrélation positive entre la part d'investissement et le PIB par habitant, la population, l'espérance de vie et le crédit domestique, ce qui est contraire à nos attentes selon nos hypothèses et semble indiquer que la SFI investit davantage là où les conditions de développement et d'accès au financement sont élevés.

Tableau 4: Matrice de corrélation des variables

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
(1) Part d'investissement de la SFI	1.000								
(2) PIB par habitant	0.061	1.000							
(3) Population (millions)	0.310	-0.017	1.000						
(4) Espérance de vie	0.136	0.736	0.035	1.000					
(5) Crédit domestique	0.078	0.535	0.179	0.561	1.000				
(6) IDE	-0.040	0.120	-0.077	0.107	0.172	1.000			
(7) Croissance du PIB	0.157	-0.060	0.108	-0.034	-0.049	0.085	1.000		
(8) Faible inflation	-0.063	0.223	-0.007	0.229	0.295	0.028	0.098	1.000	
(9) Ouverture aux échanges	-0.223	0.377	-0.168	0.266	0.417	0.423	0.014	0.161	1.000
(10) Part d'exportations des É.-U.	0.218	0.203	0.356	0.201	0.229	0.007	0.015	0.052	0.032
(11) Part d'assistance militaire des É.-U.	0.003	0.029	-0.001	0.054	-0.009	-0.054	0.026	0.005	-0.069
(12) Siège au CA	0.214	0.147	0.422	0.081	0.137	-0.104	0.011	0.003	-0.138
(13) Restriction des droits politiques et libertés civiles	-0.029	-0.264	0.078	-0.327	-0.297	-0.093	0.041	-0.228	-0.122
(14) Niveau de terreur politique	0.228	-0.319	0.231	-0.297	-0.259	-0.157	0.012	-0.336	-0.355
(15) Qualité règlementaire	0.136	0.630	-0.017	0.544	0.592	0.183	0.054	0.367	0.368
(16) Contrôle de la corruption	-0.076	0.557	-0.052	0.495	0.578	0.195	-0.004	0.316	0.421
(17) Part d'engagements de la BIRD	0.400	0.121	0.552	0.156	0.091	-0.078	0.047	-0.058	-0.189
(18) Part d'engagement de l'IDA	0.239	-0.305	0.355	-0.206	-0.117	-0.071	0.172	-0.110	-0.189

Variables	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)
(10) Part d'exportations des É.-U.	1.000								
(11) Part d'assistance militaire des É.-U.	0.019	1.000							
(12) Siège au CA	0.312	-0.023	1.000						
(13) Restriction des droits politiques et libertés civiles	-0.034	0.045	0.051	1.000					
(14) Niveau de terreur politique	0.112	0.208	0.164	0.589	1.000				
(15) Qualité règlementaire	0.191	0.003	0.050	-0.575	-0.438	1.000			
(16) Contrôle de la corruption	0.108	-0.019	0.018	-0.577	-0.561	0.788	1.000		
(17) Part d'engagements de la BIRD	0.374	0.010	0.319	-0.056	0.177	0.086	0.012	1.000	
(18) Part d'engagement de l'IDA	-0.035	0.012	0.126	0.100	0.248	-0.135	-0.173	0.091	1.000

Source : Matrice de corrélation construite avec le logiciel Stata à partir de la base de données compilée par pays-année à partir des données de projets de la SFI disponibles sur WBG Open Finances (<https://finances.worldbank.org>)

3.4 Estimations économétriques du modèle

3.4.1 L'importance de la sélection de l'échantillon

La sélection des pays incluse dans l'échantillon est d'une importance cruciale pour la méthodologie. Y inclure seulement les pays qui reçoivent des investissements de la SFI, et donc pour lesquels la variable dépendante comprend une valeur positive, amènerait un biais dans les estimations, car la sélection de l'échantillon serait non aléatoire. En effet, on présume que nos variables explicatives ont un impact sur le fait qu'un pays reçoive un montant d'aide positif ou qu'il n'en reçoive pas. Éliminer de l'analyse ceux qui n'en reçoivent pas crée une corrélation entre le terme d'erreur et les variables explicatives, violant une hypothèse nécessaire pour une estimation convergente (McGillivray, 2003). C'est pourquoi inclure tous les pays éligibles à recevoir des investissements est primordial. Comme il l'a été annoncé précédemment dans ce chapitre, c'est ce que nous faisons. Cependant, inclure tous les pays éligibles à recevoir de l'aide fait en sorte qu'une part importante des données présente une variable dépendante prenant une valeur nulle, et il est donc important d'utiliser un modèle économétrique approprié à cette réalité.

3.4.2 La non-convergence des MCO

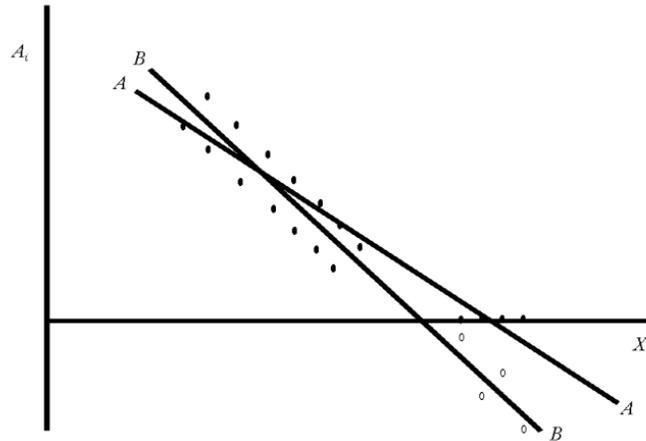
Les premières études empiriques examinant l'allocation de l'aide au développement utilisaient les moindres carrés ordinaires (MCO) comme estimateur (McKinlay & Little, 1979; Maizels & Nissanke, 1984; Tsousoplides, 1991), ce qui biaisait probablement les résultats, du fait que cet estimateur ne prend pas en compte la nature limitée de la variable dépendante, soit l'importante masse de données à 0 dans l'échantillon (McGillivray, 2003; Berthelemy, 2006). Les premiers auteurs à utiliser des modèles appropriés pour ce type de variable dépendante sont Dudley et Montmarquette (1976) et McGillivray et Oczkowski (1992). Ceux-ci établissent un standard en ce qui a trait à l'allocation de l'aide, norme qui sera reprise plus tard par plusieurs autres auteurs (Neumayer, 2003b; Basilio, 2014; Dollar & Levin, 2006; Berthelemy, 2006).

Wooldridge (2010) explique pourquoi les MCO ne sont pas adéquats pour estimer les modèles qui ont un important point de masse à zéro et une variable dépendante continue: c'est que les MCO assument que la variable dépendante a une relation linéaire avec les variables explicatives. Lorsqu'il y a un nombre important de données qui prennent une valeur zéro (0) et que le reste

des données est de nature continue et plus grand que zéro, la relation ne peut être estimée linéairement.

Ceci est également bien démontré graphiquement par McGillivray et White (2003) :

Figure 10: La non-convergence des MCO avec un point de masse à zéro



Source : McGillivray et White, 2003

Dans cette figure, les points noirs pleins représentent les valeurs observées de l'allocation des investissements de la SFI. Certains pays reçoivent une valeur positive d'investissement, alors que d'autres n'en reçoivent pas (nous observons donc les points sur l'axe des X). En estimant la relation par MCO, nous obtenons la ligne AA, qui montre une relation linéaire trop plate, versus la vraie relation qui est démontrée par BB. C'est qu'avec BB, les points creux sous l'axe des X remplacent les points noirs pleins à zéro dans AA. Les variables observées (points pleins) prennent une valeur de zéro, mais en réalité les variables latentes (points creux) prennent une valeur négative. Bref, on suppose que s'il était possible d'observer des montants d'investissement négatifs, ce sont les variables latentes qui seraient observées.

Dans notre étude sur les déterminants d'allocation de la SFI, nous faisons face au même problème de masse de la variable dépendante à zéro (51 % des observations) et nous devons utiliser un modèle adéquat pour cette réalité.

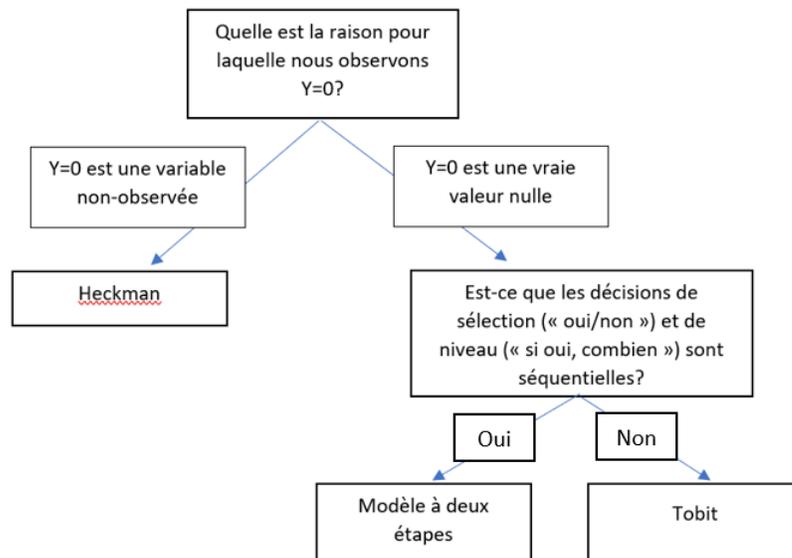
3.4.3 Les modèles pour variable dépendante limitée

Les modèles les plus fréquemment utilisés dans la littérature de l'allocation de l'aide au développement et qui prennent en compte la nature limitée de la variable dépendante sont le

Tobit (Dollar & Levin, 2006; Dreher *et al.*, 2012; Basilio, 2014; Berthelemy & Tichit, 2004; McGillivray, 2003; Dreher *et al.*, 2012), le modèle à deux étapes de Cragg (Neumayer, 2003b; Berthelemy, 2006) et le modèle de sélection de Heckman (McGillivray, 1992; Berthelemy, 2006). Selon Amore et Murtinu (2019), le choix du modèle approprié pour une variable dépendante limitée doit suivre un processus décisionnel défini. L'arbre décisionnel à utiliser est illustré dans la figure 11.

La proportion importante de valeurs nulles observées dans les variables dépendantes peut résulter de deux choses : soit d'un problème de sélection des observations, soit d'une situation où les valeurs nulles peuvent être de réelles observations prenant la valeur de zéro. Dans le cas des études sur l'allocation de l'aide au développement, les zéros sont de vrais zéros. Des montants nuls d'aide sont attribués à certains pays. Selon ce constat, l'arbre décisionnel indiquerait, qu'un modèle à deux étapes ou un modèle tobit seraient appropriés (Wooldridge, 2012). Le choix entre ces deux modèles résulte de l'hypothèse qui est faite quant à la séquence du processus décisionnel d'allocation.

Figure 11: L'arbre de décision pour un modèle à variable dépendante limitée



Source : Adapté de Amore et Murtinu, 2019

Une caractéristique importante du modèle tobit est qu'il assume qu'un seul mécanisme décisionnel détermine le choix d'allocation entre $y=0$ et $y>0$ et le montant de y étant donné $y>0$.

Cela diffère du modèle à deux étapes qui suppose que la décision de sélection (« Est-ce que ce pays reçoit de l'aide, oui ou non ») et la décision de niveau d'allocation (« si oui, combien ») se font en deux étapes distinctes. Le choix entre le tobit ou le modèle à deux étapes est fait dépendamment de l'hypothèse qui est émise quant au processus décisionnel de l'agent qui alloue l'aide.

Pour la SFI, nous faisons l'hypothèse que les décisions de sélection et de niveau d'allocation se font en une seule étape. Comme la SFI investit sur une base de projets qui lui sont présentés, il est logique de penser que lorsqu'elle décide de participer à un projet, il y a un montant requis qu'elle doit investir afin que ledit projet puisse se réaliser. Ainsi, les décisions d'investir dans le projet et du montant à y allouer se prendraient en même temps.

Afin de valider que le modèle tobit est approprié pour notre analyse, nous suivons aussi les recommandations de Wooldridge (2012) et de D. Parent (communication personnelle, Nov. 2021). Il existe un test qui consiste à diviser les coefficients estimés du tobit par l'écart-type du modèle, puis de comparer les valeurs ainsi obtenues aux coefficients estimés d'un modèle probit. Ce qui permet de vérifier la relation suivante :

$$\frac{\hat{\beta}^{tobit}}{\hat{\sigma}^{tobit}} \approx \hat{\beta}^{probit} \quad (3.2)$$

Si l'égalité est à peu près respectée, alors on peut conclure que le Tobit satisfait les conditions nécessaires à sa validité. Nous faisons ce test avec l'estimateur tobit à effets aléatoires et un probit à effets aléatoires utilisant les mêmes variables (les résultats de ces estimations sont présentés dans les colonnes 1 et 2 du tableau 8 dans le chapitre 4). Nous confirmons que le Tobit est le modèle approprié et continuons donc l'analyse avec celui-ci.

Afin de valider toutefois que l'utilisation d'un autre modèle ne changerait pas drastiquement nos résultats, nous présentons également dans le chapitre 4 l'analyse de nos données effectuée avec les modèles à deux étapes de Cragg et de sélection à deux étapes de Heckman. Nous décrivons maintenant de façon plus détaillée le Tobit, le modèle à deux étapes et le Heckman.

Le Tobit

Le modèle tobit a été proposé par l'économiste James Tobin en 1958. Le modèle prend la forme suivante dans un contexte de données de panel :

$$y_{it}^* = X_{it}\beta + \alpha_i + \varepsilon_{it} \quad (3.3)$$

$$i = 1, 2, \dots, N ; t = 1, 2, \dots, T$$

Où y_{it}^* est la variable latente, qui dépend d'un vecteur de variables explicatives X_{it} (qui contient une ordonnée à l'origine), d'une erreur individuelle α_i et d'une erreur idiosyncratique ε_{it} . Les hypothèses du modèle sont que $\alpha_i \sim N(0, \sigma_\alpha^2)$ et $\varepsilon_{it} \sim N(0, \sigma_\varepsilon^2)$. Comme les variables observées y_{it} ne peuvent prendre qu'une valeur zéro ou une valeur positive, alors il en découle que :

$$y_{it} = \begin{cases} y_{it}^* & \text{if } y_{it}^* > 0 \\ 0 & \text{if } y_{it}^* \leq 0 \end{cases} \quad (3.4)$$

La variable latente y_{it}^* étant non observable lorsqu'elle est négative, la variable observée y_{it} prend la valeur de zéro (0) dans ce cas. La variable latente y_{it}^* satisfait les hypothèses du modèle linéaire classique, c'est-à-dire qu'elle a une distribution normale et homoscédastique, alors que y_{it} a une distribution continue pour les valeurs strictement positives (Woolridge, 2012).

Dans notre cas, on peut considérer la variable latente comme étant l'allocation que désire la SFI dans un pays i au temps t , alors que la variable observée est la part d'investissement observée. Même si la SFI ne peut pas faire une allocation négative, on peut penser que selon ses critères, elle aimerait allouer un montant négatif à certains pays, afin de pouvoir en donner plus à d'autres. Mais en réalité, ce n'est pas possible, et donc nous observons soit une allocation positive ou une allocation nulle.

Pour les données de panel, il existe deux options de modèle tobit dans le logiciel *Stata* : un *pooled* tobit ou l'estimateur à effets aléatoires. Alors que le *pooled* tobit considère les observations comme étant une grande coupe transversale de taille NT, l'estimateur à effets aléatoires prend en compte la structure de panel des données. Un test du rapport de vraisemblance permet de confirmer que dans notre cas, l'estimateur à effets aléatoires devrait être utilisé.

Le Tobit repose sur les hypothèses que le terme d'erreur a une distribution normale et est homoscédastique. Si ces conditions ne sont pas présentes, le Tobit, qui est estimé par fonction de vraisemblance, ne sera pas robuste. Bien qu'il n'existe pas de routine prédéfinie dans *Stata* afin de tester ces hypothèses sur un modèle tobit de panel, Cameron et Trivedi (2010) suggèrent d'examiner la distribution de la variable dépendante comme point de départ, et plus

particulièrement ses statistiques de *skewness* et de *kurtosis*, afin d'éveiller l'attention sur le respect de la condition de normalité.

Comme on l'observe dans le tableau 5, la transformation logarithmique de la variable dépendante permet d'améliorer considérablement le profil de *skewness* et *kurtosis* de la distribution. Nous utilisons donc la forme logarithmique pour la variable dépendante dans nos régressions.

Comme nous avons des valeurs nulles dans les données, celles-ci ne peuvent être transformées avec un logarithme. Nous suivons la technique illustrée par Cameron et Trivedi (2010) afin de transformer ces données en un seuil inférieur dans un contexte de modèle tobit.

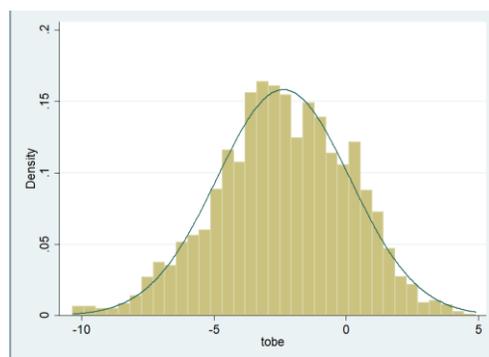
Tableau 5: Statistiques pour la variable dépendante et la forme logarithmique

Variabes	Obs	Moyenne	Écart-type	Min	Max	Skew.	Kurt.
Part d'investissement	3293	.638	1.66	0	22.545	5.061	39.214
ln(part d'investissement)	3293	-3.914	3.198	-6.824	3.116	.402	1.507

Source : Tableau compilé avec le logiciel Stata à partir de la base de données compilée par pays-année à partir des données de projets de la SFI disponibles sur WBG Open Finances (<https://finances.worldbank.org>)

Nous examinons également visuellement la distribution des termes d'erreurs générées par les régressions du modèle tobit en utilisant la variable dépendante sous sa forme logarithmique, comme le suggèrent Amore et Murtinu (2019), afin de statuer sur l'hypothèse de normalité du terme d'erreur. La figure 12 illustre le résultat. Nous concluons que la distribution semble relativement respecter l'hypothèse de normalité. Nous sommes conscients qu'il serait idéal d'employer un test formel, mais l'absence d'un tel test préexistant dans Stata nous oblige à utiliser ces autres méthodes afin d'évaluer la normalité.

Figure 12: Distribution du terme d'erreur de la régression avec modèle tobit



Source: Graphique généré avec le logiciel Stata à partir de la base de données compilée par pays-année à partir des données de projets de la SFI disponibles sur WBG Open Finances (<https://finances.worldbank.org>)

Quant à la confirmation de l'hypothèse d'homoscédasticité, nous utilisons la procédure *hetprob* dans *Stata*, qui permet de tester la présence d'hétéroscédasticité avec un estimateur probit. Le résultat du test indique que nous ne pouvons rejeter l'hypothèse d'homoscédasticité au niveau de confiance de 99%.

Le Tobit avec variable dépendante sous-forme logarithmique prend la forme suivante :

$$E(y|x) = \exp\left(\mathbf{x}'\boldsymbol{\beta} + \frac{\sigma^2}{2}\right) \left\{1 - \Phi\left(\frac{\gamma - \mathbf{x}'\boldsymbol{\beta} - \sigma^2}{\sigma}\right)\right\} \quad (3.5)$$

Où γ est le seuil auquel la masse de données est observée. Dans notre cas, cette valeur est 0 avant la transformation logarithmique des variables (elle prend par la suite la valeur de -6.35 après la transformation suggérée par Cameron et Trivedi (2010)).

Le modèle à deux étapes de Cragg

Le modèle à deux étapes de Cragg a été proposé par l'économiste John G. Cragg en 1971. Le modèle prend la forme suivante :

$$f(y|x) = \begin{cases} \Pr(d = 0|x) & \text{si } y = 0 \\ \Pr(d = 1|x)f(y|d = 1, x) & \text{si } y > 0 \end{cases} \quad (3.6)$$

Où $f(\cdot)$ est une fonction paramétrique choisie et où les deux étapes du modèle sont estimées par des équations différentes. La première étape du modèle consiste à évaluer la probabilité qu'un pays reçoive des investissements de la SFI. La variable dépendante pour cette première étape est donc binaire, prenant la valeur de 1 si un pays reçoit une part d'investissement, et de 0 s'il n'en reçoit pas. Ainsi :

$$d_{it} = 1 \text{ si } y_{it} > 0 \quad (3.7)$$

$$d_{it} = 0 \text{ si } y_{it} = 0$$

Où y_{it} est la variable observée de la part d'investissement de la SFI dans un pays et une année donnés. Cette première étape est estimée avec un modèle probit, ce qui est une pratique courante dans la littérature (Amore & Murtinu, 2019; Cameron & Trivedi, 2010). La deuxième étape du modèle consiste à estimer y_{it} conditionnel à ce que $y_{it} > 0$. Cette deuxième étape est estimée avec un modèle log-normal. En combinant cette première et cette deuxième étape, le modèle devient, pour les allocations de montants positifs :

$$E(y|\mathbf{x}_1, \mathbf{x}_2) = \Phi(\mathbf{x}'_1\boldsymbol{\beta}_1) \exp(\mathbf{x}'_2\boldsymbol{\beta}_2 + \sigma_2^2/2) \quad (3.8)$$

Où les variables explicatives sont les mêmes dans la première et la deuxième étape, soit $x_1 = x_2$. Il est important de mentionner que le modèle à deux étapes de Cragg fait l'hypothèse que les deux parties du modèle (l'étape de sélection et l'étape du niveau d'allocation) sont indépendantes l'une de l'autre.

Le modèle de sélection de Heckman à deux étapes

Le modèle de sélection de Heckman permet, quant à lui, la possibilité que ces deux étapes soient dépendantes l'une de l'autre. Le Heckman intègre le rapport inverse de Mills dans la régression de la deuxième étape afin de permettre cette dépendance. Le rapport inverse de Mills est calculé après la régression de la première étape avec le ratio de la densité de probabilité sur la fonction de répartition du probit. Si le rapport inverse de Mills n'est pas une variable significative dans la deuxième étape, on peut alors conclure que les deux étapes sont indépendantes et que le modèle à deux étapes de Cragg est suffisant.

Les régressions comparant le tobit, le modèle à deux étapes de Cragg et le modèle de sélection de Heckman à deux étapes sont présentés dans le tableau 8 du chapitre suivant.

Notons que le tobit et le probit sont des estimateurs à effets aléatoires. Comme la validité de l'estimateur à effets aléatoires repose sur le fait que les effets fixes individuels sont non corrélés avec les variables explicatives, nous incluons des variables muettes de régions dans les régressions afin de contrôler pour des variables qui seraient non observées au niveau des régions. L'estimateur utilisé pour la régression log-normale de la deuxième étape du modèle à deux étapes et du Heckman est également un estimateur à effets aléatoires. L'estimateur à effets aléatoires est préférable lors de cette deuxième étape pour la raison suivante : la plus grande part de variation dans nos données provient des variations entre pays. Il y a relativement peu de variations intra-pays, surtout pour des variables qui changent assez lentement dans le temps comme les indicateurs de gouvernance. Neumayer (2003b) utilise d'ailleurs lui aussi l'estimateur à effets aléatoires dans un modèle à deux étapes avec des données très similaires aux nôtres pour cette même raison.

3.4.4 Endogénéité

Afin d'éviter qu'il y ait de l'endogénéité dans notre modèle en raison d'un potentiel biais de simultanéité, nous utilisons des retards d'une période pour les variables explicatives du modèle. Cela permet de s'assurer que les variables explicatives ne sont pas influencées par la variable dépendante du modèle.

De plus, comme la variable dépendante retardée est incluse dans le modèle afin de vérifier l'hypothèse de l'inertie, nous utilisons la procédure *ivtobit* dans Stata qui permet de traiter les variables endogènes. Cette procédure permet de faire une régression en deux étapes : la première étape régresse la variable endogène (soit le retard de la variable dépendante, dans notre cas) sur les variables explicatives du modèle et un instrument. Nous utilisons la variable dépendante retardée de deux périodes comme instrument (Parent, 2018). La deuxième étape consiste à estimer le modèle principal en utilisant l'estimation de la variable instrumentée comme variable explicative.

Les résultats des différentes régressions sont présentés dans le chapitre suivant.

Chapitre 4

Résultats

Dans ce chapitre, nous présentons les résultats empiriques. Nous débutons par une présentation de nos résultats économétriques obtenus à l'aide d'un modèle tobit. Nous comparons ensuite ces résultats principaux avec ceux obtenus avec deux modèles alternatifs: un modèle à deux étapes et le modèle de Heckman. Par la suite, les résultats par périodes temporelles sont présentés, suivie d'analyses de robustesse des différents résultats. Notons que l'analyse des résultats en lien avec nos hypothèses n'est pas présentée dans ce chapitre, mais plutôt dans le suivant.

4.1 Présentation des résultats principaux avec le modèle tobit

Les résultats principaux obtenus à l'aide d'un modèle tobit sont présentés dans le tableau 6. Les groupes de variables explicatives sont incorporées dans le modèle un à un, selon les différentes régressions. La régression 1 inclut les variables des besoins du bénéficiaire classiques, soit le PIB par habitant, la population et l'espérance de vie. La régression 2 ajoute les variables d'additionnalité au modèle, soit l'accès au crédit intérieur et aux investissements directs étrangers. Puis, les variables de gouvernance sont ajoutées à la régression 3, soit la restriction des droits politiques et libertés civiles, le niveau de terreur politique et le contrôle de la corruption. La régression 4 inclut les variables d'intérêt commercial, soit la croissance du PIB, la faible inflation, l'ouverture aux échanges et la qualité réglementaire. La régression 5 ajoute les variables des intérêts du donateur, soit la part d'exportations des États-Unis, la part d'assistance militaire des États-Unis et la variable muette indiquant le siège d'un pays au conseil d'administration. La régression 6 ajoute les variables pouvant indiquer une coordination au sein du groupe de la Banque mondiale, soit les parts respectives d'engagements financiers de la BIRD et de l'IDA. Finalement, la régression 7 incorpore la variable retardée de la part des investissements de la SFI, afin de vérifier l'inertie dans l'allocation de ses investissements. Cette variable dépendante retardée étant endogène, nous devons utiliser un modèle à cet effet. Le modèle utilisé est le *ivtobit* (à l'aide du logiciel *Stata*), qui utilise un retard supplémentaire de la part des investissements de la SFI comme instrument (soit la part des investissements de la SFI à t-2).

Toutes les régressions incluent des variables muettes pour les années et les régions et des écarts-types groupés par pays lorsque cela est possible.

Différents tests sont utilisés et présentés dans le tableau. La spécification du modèle a d'abord été contrôlée à l'aide d'un test utilisant le multiplicateur de Lagrange qui inclut seulement les variables du PIB par habitant, de la population et de l'espérance de vie. Le test indiquant que la relation entre la variable dépendante et ces variables est non linéaire, nous incluons donc, comme Kilby et Fleck (2006), Berthelemy et Tichit (2004) et Alesina et Dollar (2002), le PIB par habitant au carré et la population au carré dans la spécification du modèle, afin de percevoir un potentiel effet non linéaire du revenu et de la population. Refaisant le test par la suite, on ne peut rejeter que la spécification du modèle est appropriée. De plus, la spécification du modèle est testée pour tous les groupes de variables afin de vérifier si la forme non linéaire d'autres variables devrait être utilisée. Outre le PIB par habitant et la population, les tests signalent que la relation entre la variable dépendante et les autres variables explicatives est linéaire. Également, un test du rapport de vraisemblance est utilisé pour chaque régression (voir stat LR χ^2 dans le tableau 1), afin de vérifier si l'ajout du groupe de variables supplémentaires (modèle non contraint) est bénéfique comparativement au modèle précédent (modèle contraint). On note que tous les ajouts de groupes de variables sont bénéfiques au modèle, excepté pour les variables en lien avec l'intérêt du donateur.

Tableau 6: Résultats principaux avec modèle tobit (présentation des coefficients)

Variable dépendante: <i>ln(part d'investissement de la SFI)</i>	TOBIT						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7) IV
Besoins du bénéficiaire							
<i>ln</i> (PIB/habitant)	17.79*** (2.346)	17.81*** (2.330)	17.64*** (2.342)	16.99*** (2.248)	17.16*** (2.255)	16.96*** (2.236)	2.620* (1.513)
<i>(ln</i> (PIB/habitant)) ²	-0.994*** (0.129)	-0.996*** (0.128)	-1.003*** (0.129)	-0.990*** (0.125)	-0.999*** (0.125)	-0.986*** (0.124)	-0.161* (0.0852)
<i>ln</i> (population)	2.041*** (0.196)	2.069*** (0.195)	2.338*** (0.202)	2.041*** (0.194)	2.047*** (0.194)	2.037*** (0.192)	0.854*** (0.118)
<i>(ln</i> (population)) ²	-0.0735* (0.0435)	-0.0724* (0.0433)	-0.0887** (0.0434)	-0.0646 (0.0408)	-0.0637 (0.0422)	-0.0885** (0.0431)	-0.129*** (0.0204)
Espérance de vie	0.132*** (0.0365)	0.120*** (0.0366)	0.0893** (0.0375)	0.0893** (0.0364)	0.0903** (0.0363)	0.0895** (0.0360)	0.0439** (0.0172)
Additionnalité							
Crédit domestique au secteur privé		0.00220 (0.00601)	-0.00335 (0.00630)	-0.00453 (0.00637)	-0.00474 (0.00636)	-0.00396 (0.00633)	-0.000609 (0.00287)
Investissements directs étrangers entrants		0.0534*** (0.0143)	0.0482*** (0.0146)	0.0451*** (0.0148)	0.0446*** (0.0148)	0.0449*** (0.0148)	0.0172 (0.0131)
Gouvernance							
Restriction des droits politiques et des libertés civiles			-0.155** (0.0623)	-0.0723 (0.0622)	-0.0768 (0.0621)	-0.0696 (0.0617)	0.0710** (0.0295)
Niveau de terreur politique			-0.267* (0.144)	-0.202 (0.144)	-0.183 (0.145)	-0.175 (0.144)	-0.254** (0.114)
Contrôle de la Corruption			0.677** (0.332)	-0.403 (0.369)	-0.448 (0.368)	-0.482 (0.366)	-0.302 (0.191)
Intérêt commercial							
Croissance du PIB				0.114*** (0.0403)	0.118*** (0.0403)	0.113*** (0.0403)	0.0829** (0.0382)
Faible inflation				-0.00158 (0.0641)	0.00184 (0.0641)	0.0116 (0.0641)	0.0295 (0.0534)
Ouverture aux échanges				-0.00368 (0.00377)	-0.00371 (0.00377)	-0.00364 (0.00374)	5.20e-05 (0.00242)
Qualité Règlementaire				1.902*** (0.333)	1.956*** (0.333)	1.914*** (0.332)	0.494** (0.226)
Intérêts du donateur							
Part d'exportations des É.-U.					-0.0301 (0.149)	-0.00488 (0.148)	-0.0490* (0.0264)
Part d'assistance militaire des É.-U.					-0.0665** (0.0301)	-0.0640** (0.0300)	-0.000482 (0.0162)
Siège au conseil					-0.0463 (0.346)	-0.0374 (0.345)	0.183 (0.210)
Coordination avec BM							
Part d'engagements financiers de la BIRD						0.0857* (0.0514)	-0.0459 (0.0357)
Part d'engagements financiers de l'IDA						0.114* (0.0642)	0.0339 (0.0473)
Inertie							
<i>ln</i> (part d'investissement de la SFI t-1)							1.420*** (0.104)
Constante	-97.91*** (10.42)	-97.56*** (10.35)	-91.31*** (10.41)	-87.39*** (10.02)	-88.21*** (10.03)	-87.56*** (9.947)	-15.23** (6.979)
alpha (test d'exogénéité)							-1.0345***
Log -vraisemblance	-5408.79	-5401.67	-5369.04	-5347.45	-5344.94	-5342.22	-11431.81
Stat LR chi2 (test vs. le modèle précédent)		14.23***	26.23***	43.18***	5.03	5.43*	
Effets Fixes Années	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI
Effets Fixes Régions	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI
Observations	3293	3293	3263	3263	3263	3263	2947
Censurés	1679	1679	1652	1652	1652	1652	1466
Nombre de pays	160	160	159	159	159	159	158

Notes: Les coefficients des régressions sont présentés dans le tableau. La variable instrumentée pour la régression 7 est *ln*(part d'investissement de la SFI t-1). Cette variable est instrumentée par la variable retardée d'un an (*ln*(part d'investissement de la SFI t-2)). La statistique alpha montre le résultat du test d'exogénéité. Les statistique LR chi2 montrent les résultats du test du rapport de vraisemblance versus le modèle contraint précédent. Écarts-types entre parenthèses, groupés par pays pour la régression 7. *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Le tableau 7 présente les effets marginaux moyens pour les variables significatives des régressions 6 et 7 du tableau 6. Les effets marginaux moyens permettent d'analyser l'importance économique des variables étudiées par rapport à la variable dépendante. Les effets marginaux moyens indiquent la moyenne des effets marginaux individuels pour notre échantillon. Ceux-ci indiquent, en moyenne, l'effet d'un changement d'une unité des variables explicatives sur la variable dépendante. Comme la variable dépendante est un logarithme dans notre modèle, l'effet sur la variable dépendante du changement d'une unité des variables explicatives est exprimé en pourcentage. Pour les variables explicatives qui sont aussi en logarithme, les effets marginaux indiquent qu'en moyenne, un changement de 1 % de ces variables a un impact de X % sur la variable dépendante.

Tableau 7: Effets marginaux moyens pour les variables significatives du modèle tobit

<i>Variable dépendante: ln(part d'investissement de la SFI)</i>	TOBIT (6)	TOBIT (7) IV
ln(PIB/habitant)	-0.386***	-0.14*
ln(population)	0.882***	0.097*
Espérance de vie	0.05**	0.024***
Investissements directs étrangers entrants	0.0252***	0.009
Restriction des droits politiques et des libertés civiles	-0.039	0.039**
Niveau de terreur politique	-0.099	-0.138**
Croissance du PIB	0.064***	0.045**
Qualité règlementaire	1.077***	0.268**
Part d'engagements financiers de la BIRD	0.048*	-0.025
Part d'engagements financiers de l'IDA	0.064*	0.018
ln(part d'investissement de la SFI t-1)		0.769***

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Nous présentons maintenant nos résultats des régressions du modèle tobit pour chacune des catégories de nos variables et discutons de leurs interprétations.

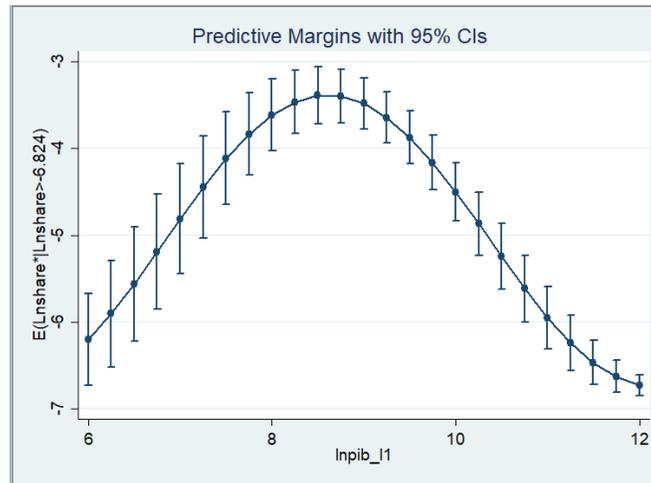
Variables des besoins du bénéficiaire

Comme il a été mentionné précédemment, le PIB par habitant et la population entrent dans le modèle en forme quadratique. Dans le tableau 6, le terme linéaire du PIB par habitant est positif et significatif, alors que le terme quadratique est négatif et significatif. Ces constatations demeurent constantes dans toutes les régressions. Celles-ci sont contraires à nos attentes. Nous nous serions attendus à un coefficient négatif du terme linéaire du PIB, afin de refléter une plus grande allocation de la SFI vers les pays les plus pauvres qui présentent un plus grand besoin. Les termes linéaire et quadratique indiquent que l'effet marginal n'est pas constant, mais qu'il évolue avec la valeur de la variable explicative. Le coefficient positif du terme linéaire indique

qu'un plus grand PIB par habitant est associé à une plus grande part des investissements de la SFI, toutes choses étant égales par ailleurs. Le coefficient négatif du terme quadratique, lui, indique que cette influence positive décroît avec l'augmentation du PIB par habitant. Le PIB par habitant a donc un effet marginal décroissant sur la part des investissements de la SFI.

Tel qu'illustré dans le tableau 7, l'effet moyen d'une augmentation de 1 % du PIB par habitant est une réduction de 39 % de la part des investissements de la SFI. Cependant, il est utile pour une variable prenant une forme non linéaire, de visualiser graphiquement son effet marginal sur la variable dépendante. Dans la figure 13, on observe les effets marginaux moyens d'une augmentation du PIB par habitant sur la part des investissements de la SFI, et ce, pour toutes les valeurs de PIB par habitant de notre échantillon. Les effets marginaux de ce graphique sont calculés à partir de la régression 6 du tableau 6. On peut y voir que la valeur prédite de la part des investissements de la SFI augmente avec le PIB pour les valeurs inférieures du PIB par habitant, puis l'effet positif du PIB par habitant sur la part des investissements atteint un sommet autour de $\ln(\text{pib})=8,4$, ce qui est équivalent à un PIB par habitant de 4425 \$. Pour les valeurs de revenu au-delà de 4425 \$ par habitant, la part des investissements décroît au fur et à mesure que le PIB augmente et l'effet du PIB sur la part des investissements devient donc négative. Comme il y a plus d'observations qui se situent au-dessus du seuil de 4425 \$ de PIB par habitant, l'effet marginal moyen que l'on observe dans le tableau 7 est un chiffre négatif (étant la moyenne des effets marginaux individuels à chaque valeur du PIB par habitant). Notons que le seuil inférieur de la catégorie de revenu intermédiaire supérieure de la BM se situe à 4096 \$ par habitant en date de juillet 2021. Ces résultats suggèrent donc que les pays à revenu moyen sont privilégiés en termes d'allocation des investissements de la SFI, ce qui n'est pas conforme à notre hypothèse H1a.

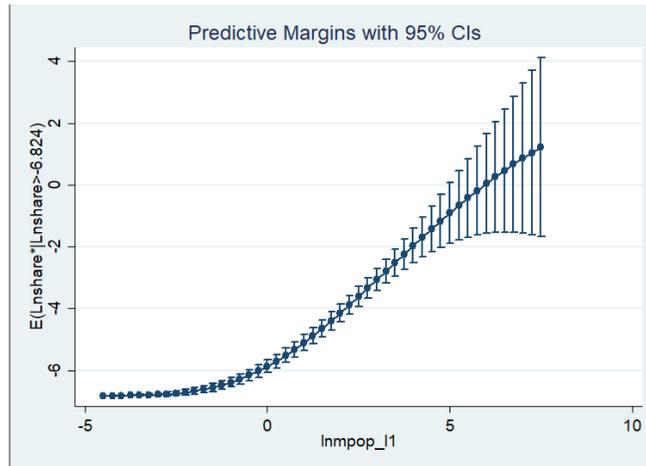
Figure 13: Effets marginaux d'une augmentation du PIB par habitant sur la part d'investissement de la SFI



Source : Source: Graphique généré avec le logiciel Stata Stata à partir de la base de données compilée par pays-année à partir des données de projets de la SFI disponibles sur WBG Open Finances (<https://finances.worldbank.org>)

Pour la variable de la population, les termes linéaire et quadratique sont tous deux significatifs, présentant un signe positif et un signe négatif respectivement. Encore une fois, cela indique un effet marginal décroissant de la population sur la part des investissements de la SFI dans un pays. Ces résultats sont constants à travers presque toutes les régressions du tableau 6. La figure 14 présente graphiquement les effets marginaux d'une augmentation de la population sur la part des investissements de la SFI, pour toutes les valeurs de population de notre échantillon, en utilisant la régression 6. On observe que la valeur prédite de la part d'investissement augmente avec la population, mais de manière décroissante. Au fur et à mesure que la population augmente, l'ampleur de l'effet marginal positif diminue, sans toutefois que celui-ci devienne négatif, contrairement à la relation établie avec le PIB par habitant. L'effet moyen d'une augmentation de 1 % de la population entraîne une augmentation de 88 % sur la part des investissements, comme l'illustre le tableau 7. Ces résultats suggèrent, malgré le biais, le respect de l'hypothèse H1b sur la population.

Figure 14: Effets marginaux d'une augmentation de la population sur la part d'investissement de la SFI



Source : Source : Graphique généré avec le logiciel Stata à partir de la base de données compilée par pays-année à partir des données de projets de la SFI disponibles sur WBG Open Finances (<https://finances.worldbank.org>)

La relation entre la part des investissements de la SFI et l'espérance de vie d'un pays est positive et significative, et ce, à travers les différentes spécifications du modèle. Dans l'équation 6, une année supplémentaire d'espérance de vie est associée en moyenne à une augmentation de 5 % de la part des investissements de la SFI dans un pays. Cette augmentation est deux fois moins grande, soit de 2,4 % environ, quand la part des investissements retardée est incluse dans le modèle (équation 7). Ces résultats ne sont pas conformes à la relation attendue selon l'hypothèse H1c. Nous nous attendions à une relation négative, qui indiquerait que la SFI investit davantage dans les pays peu développés.

Variables d'additionnalité

Le coefficient de l'accès au crédit a le signe négatif attendu, mais n'est pas significatif dans toutes les régressions. Les résultats en lien aux investissements directs étrangers sont surprenants et contraires à nos attentes, car ils démontrent une influence positive significative des IDE sur la part des investissements de la SFI. Cette constatation est robuste à travers les différentes régressions, sauf à la dernière (7) qui inclut un retard de la variable dépendante. Une augmentation d'un point de pourcentage des investissements directs étrangers par rapport au PIB d'un pays est en moyenne associée à une augmentation de la part des flux de la SFI d'environ 2.5 % dans l'équation 6 et de 0.9 % dans l'équation 7. Ces résultats ne sont pas conformes à l'hypothèse H2.

Variables de gouvernance

Les variables de gouvernance prennent les signes attendus et sont toutes significatives dans la régression 3 où on les ajoute: la restriction des droits politiques et libertés civiles ainsi que le niveau de terreur politique ont des coefficients négatifs, alors que le contrôle de la corruption a un coefficient positif. Ceci indique, toutes choses étant égales par ailleurs, que la SFI investit moins dans les pays où le niveau de terreur politique et la restriction des droits et libertés sont élevés et qu'elle injecte une plus grande part de ses investissements dans les pays où la corruption est mieux contrôlée. Ces résultats sont conformes à l'hypothèse H3.

Cependant, les relations significatives entre la variable dépendante et les variables de gouvernance ne perdurent pas dans toutes les régressions. Elles perdent en effet leur significativité dans les équations 5 et 6 lorsque s'ajoutent les variables de l'intérêt commercial, bien que la restriction des droits et libertés et le niveau de terreur politique gardent le même signe. Le coefficient du contrôle de la corruption prend toutefois le signe inverse, mais n'est pas significatif.

Dans l'équation 7, le niveau de terreur politique redevient significatif avec un coefficient négatif, et la restriction des droits politiques et des libertés civiles redevient également significative, mais avec un signe positif. Dans l'équation 6, une augmentation d'un point sur l'indice de restriction des droits et libertés (donc une détérioration des droits et libertés) est associée à une baisse des investissements de la SFI de près de 4 % en moyenne, alors qu'en contrôlant la part des investissements retardée dans l'équation 7, la part des investissements courants associée à un tel changement augmente de près de 4 %. Une augmentation du niveau de terreur politique d'un point sur l'indice PTS est, quant à elle, associée à une diminution moyenne des investissements de près de 10 % dans l'équation 6, et de près de 14 % dans l'équation 7.

Variables de l'intérêt commercial

Les variables de niveau d'inflation et d'ouverture aux échanges ne sont significatives dans aucune régression. Toutefois, les variables de croissance du PIB et de qualité réglementaire sont toutes deux fortement significatives et positivement associées à la part des investissements de la SFI dans les pays en développement, et ce, dans toutes les régressions. Les résultats pour ces dernières variables sont conformes à notre hypothèse H4 et à la littérature sur les déterminants des investissements privés, où ces variables sont positivement associées aux investissements

dans les économies émergentes (Schneider & Frey, 1985; Globerman & Shapiro, 2002). Ce constat semble indiquer que la SFI investirait selon des intérêts commerciaux. Notons que dans la littérature sur l'allocation de l'aide, ces variables sont parfois également utilisées comme proxy pour mesurer la gouvernance, s'expliquant par le fait qu'une bonne gouvernance se traduit par des résultats économiques tangibles, comme la croissance du PIB (Harrigan & Wang, 2011), une faible inflation et une plus grande ouverture aux échanges (Burnside & Dollar, 2000). De plus, une bonne qualité réglementaire est un aspect de la gouvernance identifié dans certaines études (Dollar & Levin, 2006; Neumayer, 2003b). Ce lien établi entre la gouvernance et ces mesures peut expliquer pourquoi les variables de gouvernance ne sont plus significatives dans ce dernier modèle une fois que l'on contrôle ces variables inhérentes à l'intérêt commercial.

En termes d'effet marginaux, une croissance d'un point de pourcentage supplémentaire (1 %) du PIB est associée à une augmentation moyenne de 6,4 % et de 4,5 % de la part des investissements dans un pays dans les modèles 6 et 7 respectivement. La qualité réglementaire est une des variables les plus significatives dans les deux équations et présente la plus grande ampleur de l'effet. Dans la régression 6, une augmentation d'un point sur l'indice de qualité réglementaire (sur un total de 5 points possibles) est en moyenne associée à plus de 100 % d'augmentation de la part des investissements de la SFI dans un pays. Dans la régression 7, c'est plutôt une augmentation moyenne de près de 27 % de cette variable qui est associée à un point de plus.

Variables de l'intérêt du donateur

Les variables de l'intérêt du donateur apparaissent dans les équations 5, 6 et 7. La variable de la part d'exportations des États-Unis a un coefficient négatif, mais n'est toutefois pas significative, sauf dans l'équation 7.

La part d'assistance militaire des États-Unis a elle aussi un coefficient négatif et est significative dans les équations 5 et 6. Ce résultat significatif est surprenant, car selon nos hypothèses sur les intérêts du donateur, nous nous attendions à observer une relation inverse entre la part d'assistance militaire des É.U. et la part des investissements de la SFI. En investiguant un peu plus, nous constatons que la significativité du coefficient de l'assistance militaire des É.-U. est en fait une conséquence de la forte concentration de celle-ci en Israël et en Afghanistan pendant la

période ciblée par notre étude (plus de 50 % des flux d'assistance militaire est dirigé vers ces deux pays entre 2000 et 2020). En excluant ces deux pays de la régression, la variable de la part d'assistance militaire des É.-U. n'est plus significative (*p-value* de 0.94). De manière similaire, la significativité de la variable de la part des exportations des É.-U. dans l'équation 7 est une conséquence d'une concentration de celle-ci au Mexique. En excluant ce pays de l'analyse, la variable n'est plus significative dans l'équation 7. En excluant ces valeurs extrêmes de l'analyse, nous ne pouvons donc conclure à des liens statistiquement importants entre ces variables, soit les intérêts des É.-U. et les investissements de la SFI, ne supportant pas notre hypothèse H5 sur les intérêts du donateur.

Le coefficient de la variable dichotomique représentant un siège au conseil d'administration de la SFI n'est pas significatif et a même un signe négatif (à l'inverse du signe positif attendu) dans les régressions 5 et 6. Elle prend cependant un coefficient positif, mais non significatif dans la régression 7. Nos résultats ne nous permettent pas de supporter les résultats de Dreher *et al.* (2019), qui observent une relation positive entre le siège d'un pays au conseil d'administration et la probabilité de recevoir un investissement de la SFI en comparaison à d'autres pays qui ne siègent pas au conseil. Ce constat ne supporte pas non plus l'hypothèse H5.

Variables de coordination du Groupe de la Banque mondiale

Les équations 6 et 7 intègrent les variables de part de prêts de la BIRD et de l'IDA. Conformément à nos attentes, les coefficients sont positifs et significatifs dans l'équation 6. Ceci suggère une coordination entre la SFI et ces autres agences du Groupe de la Banque mondiale, supportant l'hypothèse H7. En effet, une augmentation de 1 % de la part de prêts de la BIRD est associée à une augmentation de 4,8 % de la part des investissements de la SFI, alors qu'une augmentation de 1 % de la part des prêts de l'IDA est liée à une augmentation encore plus grande, soit de 6,4 %, tel qu'on peut l'observer dans le tableau 7. Cependant, ces variables perdent leur significativité en incluant la variable dépendante retardée dans l'équation 7.

Variable d'inertie

Enfin, dans l'équation 7, on observe la variable retardée de la part des investissements de la SFI afin de tester l'inertie dans l'allocation de ses investissements. Le coefficient du retard de la part des investissements de la SFI est fortement significatif et positif, indiquant que la SFI investit

davantage dans les pays où elle investissait l'année précédente, conformément à notre hypothèse H6 sur l'inertie bureaucratique

Il est intéressant de noter que l'inclusion de la part des investissements retardée dans la régression 7 a comme impact de réduire la significativité statistique et économique de certaines autres variables. En contrôlant les investissements passés de la SFI, les investissements directs étrangers ne sont plus significatifs, et la restriction des droits politiques et libertés civiles affiche maintenant un signe positif et significatif, alors que le niveau de terreur politique reste négatif, mais redevient significatif. Les variables du PIB par habitant, de la population, de l'espérance de vie, de la croissance du PIB et de la qualité règlementaire restent des variables significatives (avec le même signe que précédemment), mais les coefficients sont moins importants économiquement.

L'ampleur économique de la variable représentant l'inertie est importante : une augmentation d'un pourcent (1 %) de la part des investissements de la SFI à la période précédente dans un pays est associée à une augmentation de près de 77 % de la part des investissements à la période courante, ce qui est un impact très considérable.

Variables de régions

Les variables muettes de régions sont incluses dans toutes les régressions et la catégorie de référence est l'Asie de l'Est et du Pacifique. Il est intéressant de noter que dans toutes les régressions, la région de l'Amérique latine et des Caraïbes a un coefficient positif et significatif, indiquant que la SFI alloue une plus grande part de ses investissements dans cette région relativement à l'Asie de l'Est et du Pacifique, toutes choses étant égales par ailleurs.

4.2 Comparaison des modèles tobit, à deux étapes et Heckman

Nous comparons maintenant dans cette section, nos résultats principaux obtenus avec le modèle tobit avec les résultats obtenus avec deux modèles alternatifs : un modèle à deux étapes de Cragg et un modèle de sélection de Heckman à deux étapes.

Afin de simplifier cette étude comparative, la spécification du modèle utilisée est la même qu'à l'équation 6 du tableau 6, soit le modèle de base complet mais sans variable endogène. Comme il est déjà mentionné dans notre chapitre méthodologique, le modèle tobit assume que les décisions d'allouer ou non une part des investissements à un pays et de déterminer la part

allouée sont prises en même temps. Au contraire, les modèles à deux étapes de Cragg et de Heckman assument que les décisions d'investir, « oui ou non » (la sélection) et « si oui, combien » (le niveau) se font en deux étapes distinctes.

Le modèle à deux étapes assume l'indépendance des deux étapes (bien que la deuxième soit conditionnelle à la première), alors que le modèle de Heckman assume que la décision à prendre quant au montant accordé (le niveau) est dépendante des facteurs de sélection. Les résultats obtenus dans ces deux modèles supplémentaires sont présentés dans le tableau 8.

Tableau 8: Comparaison des modèles à deux étapes et de Heckman (présentation des coefficients)

Variable dépendante: <i>ln(Part d'investissement SFI)</i>	Modèle à 2 étapes		Heckman 2 étapes	
	PROBIT <i>Pr(y>0)</i>	LOGNORMAL <i>if y>0</i>	PROBIT <i>Pr(y>0)</i>	LOGNORMAL <i>if y>0</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
Besoins du bénéficiaire				
<i>ln(PIB/habitant)</i>	4.794*** (0.717)	3.520*** (0.773)	4.794*** (0.717)	3.490*** (1.291)
<i>(ln(PIB/habitant))^2</i>	-0.281*** (0.0400)	-0.179*** (0.0435)	-0.281*** (0.0400)	-0.177** (0.0741)
<i>ln(population)</i>	0.516*** (0.0603)	0.282*** (0.0794)	0.516*** (0.0603)	0.279* (0.151)
<i>(ln(population))^2</i>	-0.0185 (0.0157)	0.0368*** (0.0141)	-0.0185 (0.0157)	0.0370** (0.0166)
Espérance de vie	0.0262** (0.0118)	0.00189 (0.0131)	0.0262** (0.0118)	0.00180 (0.0144)
Additionnalité				
Crédit domestique au secteur privé	-0.00196 (0.00226)	0.00161 (0.00222)	-0.00196 (0.00226)	0.00162 (0.00225)
Investissements directs étrangers entrants	0.0113** (0.00484)	0.0225*** (0.00787)	0.0113** (0.00484)	0.0225*** (0.00825)
Gouvernance				
Restriction des droits politiques et des libertés civiles	-0.00711 (0.0208)	-0.0361* (0.0212)	-0.00711 (0.0208)	-0.0360* (0.0213)
Niveau de terreur politique	-0.0596 (0.0504)	0.112** (0.0531)	-0.0596 (0.0504)	0.111** (0.0547)
Contrôle de la Corruption	-0.158 (0.121)	-0.0298 (0.131)	-0.158 (0.121)	-0.0271 (0.135)
Intérêt commercial				
Croissance du PIB	0.0346** (0.0139)	-0.00838 (0.0193)	0.0346** (0.0139)	-0.00854 (0.0192)
Faible inflation	-0.00569 (0.0226)	0.0136 (0.0297)	-0.00569 (0.0226)	0.0141 (0.0296)
Ouverture aux échanges	-0.000321 (0.00120)	-0.00411** (0.00170)	-0.000321 (0.00120)	-0.00411** (0.00171)
Qualité Règlementaire	0.607*** (0.110)	0.188* (0.117)	0.607*** (0.110)	0.183* (0.154)
Intérêts du donateur				
Part d'exportations des É.-U.	0.0320 (0.0862)	0.0122 (0.0170)	0.0320 (0.0862)	0.0125 (0.0173)
Part d'assistance militaire des É.-U.	-0.0209** (0.00989)	0.00539 (0.00854)	-0.0209** (0.00989)	0.00538 (0.00865)
Siège au conseil	-0.0223 (0.140)	-0.148 (0.111)	-0.0223 (0.140)	-0.146 (0.112)
Coordination avec BM				
Part d'engagements financiers de la BIRD	0.134*** (0.0396)	0.0487*** (0.0141)	0.134*** (0.0396)	0.0484*** (0.0139)
Part d'engagements financiers de l'IDA	0.103*** (0.0349)	0.0141 (0.0176)	0.103*** (0.0349)	0.0137 (0.0191)
Rapport inverse de Mills				-0.00864 (0.325)
Constante	-23.04*** (3.200)	-19.30*** (3.709)	-23.04*** (3.200)	-19.15*** (6.470)
Effets Fixes Années	OUI	OUI	OUI	OUI
Effets Fixes Régions	OUI	OUI	OUI	OUI
Log-vraisemblance	-1490.2575	-2535.474	-1490.2575	-2535.308
Observations	3.263	1611	3.263	1611
Censurés				
Nombre de pays	159	147	159	147

Notes: Les coefficients des régressions sont présentés dans le tableau. Les régressions log-normale du modèle à deux étapes et du Heckman utilisent les effets aléatoires et des écarts-types groupés par pays. Écarts-types entre parenthèses. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Dans le tableau 8, le modèle à deux étapes de Cragg est présenté dans les colonnes 1 et 2, alors que le modèle à deux étapes de Heckman est présenté dans les colonnes 3 et 4. La première étape de « sélection » des modèles est réalisée à l'aide d'un probit et est présentée dans les colonnes 1 et 3 du tableau 8.

On observe que les résultats des deux modèles alternatifs sont qualitativement très similaires à ceux obtenus avec le modèle tobit à l'équation 6 du tableau 6. La significativité des coefficients et la direction de ceux-ci sont tous les mêmes, sauf pour le terme quadratique du retard de la population.

L'étape de la prise de décision quant à l'allocation est présentée dans les colonnes 2 et 4. Celle-ci est effectuée avec une régression log-normale utilisant les effets aléatoires. Les résultats de cette deuxième étape sont relativement similaires à ceux obtenus avec le probit en première étape, malgré quelques différences. Les variables qui sont toujours significatives et conservent le même signe sont : le PIB par habitant et sa forme quadratique, la population et sa forme quadratique, les investissements directs étrangers, la qualité réglementaire et la part de prêts de la BIRD.

Malgré quelques différences dans la régression (par exemple quant à la perte de significativité de la croissance du PIB et de la part de l'IDA, ainsi que le gain en significativité de la restriction des droits et libertés et du niveau de terreur politique), nous concluons que les résultats de la première étape de sélection s'apparentent beaucoup aux résultats de la deuxième étape. Cette constatation semble confirmer l'hypothèse que les décisions liées à la sélection et au montant de l'allocation se prennent en une seule étape, et par conséquent, que le modèle tobit, qui reflète cette seule étape décisionnelle, serait le modèle approprié.

Pour ce qui est de comparer les résultats du modèle à deux étapes de Cragg avec le modèle de sélection de Heckman, la seule différence réside dans l'inclusion du rapport inverse de Mills dans la régression de la deuxième étape du Heckman. Le coefficient du rapport inverse de Mills n'étant pas significatif, on peut conclure qu'il n'y a pas de dépendance entre la première et la deuxième étape du modèle. C'est pourquoi, comme on peut l'observer dans le tableau 8, les résultats du modèle à deux étapes et de Heckman sont pratiquement les mêmes.

4.3 Comparaison des stratégies 2.0 et 3.0

Dans cette section, nous examinons les résultats obtenus avec le modèle tobit pour deux périodes différentes de l'existence de la SFI : la période de 2000 à 2016, qui est caractérisée par la stratégie SFI 2.0; et la période 2017 à 2020, qui est caractérisée par l'instauration de la stratégie SFI 3.0. Notre objectif est de comparer ces périodes afin de constater si les déterminants de l'allocation des investissements de la SFI ont changé selon l'évolution de l'orientation stratégique de l'institution. Comme on l'a mentionné précédemment dans le chapitre 1 sur le contexte, la stratégie SFI 3.0 s'appuie sur le concept de création de marché, dont le but est de créer des opportunités d'investissement là où il y en avait peu avant son intervention.

Le tableau 9 présente les résultats. Les équations 1, 2 et 3 sont réalisées avec le modèle tobit de la régression 6 du tableau 6, soit le modèle de base incluant toutes les variables explicatives, sauf la variable de la part des investissements retardée qui est endogène. Les équations 4,5 et 6 sont, elles, réalisées avec le modèle tobit de la régression 7 du tableau 6, soit avec le modèle intégrant la variable dépendante retardée et prenant en compte l'endogénéité de cette variable, grâce à la méthode des variables instrumentales. Les colonnes 1 et 4 sont les régressions obtenues pour la période correspondant à la stratégie SFI 2.0, alors que les colonnes 2 et 5 sont les régressions obtenues pour la période correspondant à la stratégie SFI 3.0.

Les différences de coefficients de la période 3.0 par rapport aux coefficients de la période 2.0 sont présentées dans les colonnes 3 et 6. Celles qui sont statistiquement significatives sont signalées par le même système d'étoile que dans les autres régressions. Afin d'obtenir ces différences de coefficients et leur significativité, nous avons fait une régression sur toutes les observations en incluant une variable muette « SFI 3.0 », qui prend la valeur de 1 si l'année de l'observation est située entre 2017 et 2020 inclusivement, et de 0 sinon. Nous faisons interagir cette variable muette avec toutes les variables explicatives, incluant les variables muettes de régions, afin de constater les différences. Les coefficients et écarts-types des équations 3 et 6 sont donc ceux des variables d'interaction entre les variables explicatives et cette variable muette. La variable muette seule est également incluse afin de permettre à la constante de prendre une valeur différente dans les deux périodes.

Tableau 9: Comparaison des périodes SFI 2.0 et SFI 3.0 (présentation des coefficients)

Variable dépendante: <i>ln(part d'investissement de la SFI)</i>	Modèle tobit			Modèle tobit avec variable instrumentale		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	SFI 2.0	SFI 3.0	Différence SFI 3.0 - 2.0	SFI 2.0	SFI 3.0	Différence SFI 3.0 - 2.0
Besoins du bénéficiaire						
<i>ln(PIB/habitant)</i>	15.52*** (2.481)	23.20*** (4.227)	7.190* (3.711)	0.857 (1.328)	13.29*** (3.546)	12.47*** (3.366)
<i>(ln(PIB/habitant))^2</i>	-0.891*** (0.138)	-1.343*** (0.239)	-0.434** (0.210)	-0.0609 (0.0742)	-0.773*** (0.200)	-0.715*** (0.191)
<i>ln(population)</i>	1.995*** (0.203)	2.646*** (0.388)	1.092*** (0.367)	0.690*** (0.124)	1.757*** (0.285)	1.075*** (0.278)
<i>(ln(population))^2</i>	-0.0891* (0.0462)	-0.206*** (0.0789)	-0.154** (0.0767)	-0.116*** (0.0215)	-0.203*** (0.0521)	-0.0879* (0.0506)
Espérance de vie	0.117*** (0.0349)	0.0599 (0.0785)	0.0631 (0.0698)	0.0350** (0.0163)	0.0491 (0.0504)	0.0143 (0.0486)
Additionnalité						
Crédit domestique au secteur privé	-0.00542 (0.00696)	0.00372 (0.0109)	0.00748 (0.00979)	-0.00192 (0.00314)	0.00211 (0.00614)	0.00403 (0.00656)
Investissements directs étrangers entrants	0.0433*** (0.0163)	0.0692** (0.0348)	0.0177 (0.0380)	0.00656 (0.0118)	0.0614* (0.0358)	0.0550 (0.0365)
Gouvernance						
Restriction des droits politiques et des libertés civiles	-0.0386 (0.0674)	-0.0484 (0.100)	-0.141 (0.0910)	0.0814** (0.0338)	-0.00862 (0.0564)	-0.0899 (0.0632)
Niveau de terreur politique	-0.121 (0.161)	-0.145 (0.329)	-0.0319 (0.326)	-0.235* (0.135)	-0.161 (0.253)	0.0726 (0.295)
Contrôle de la Corruption	-0.333 (0.393)	-1.182* (0.669)	-0.534 (0.604)	-0.117 (0.208)	-0.713* (0.409)	-0.599 (0.430)
Intérêt commercial						
Croissance du PIB	0.0824** (0.0405)	0.203* (0.108)	0.0478 (0.112)	0.0538 (0.0429)	0.138 (0.0846)	0.0851 (0.0924)
Faible inflation	0.00721 (0.0667)	0.176 (0.152)	0.139 (0.152)	-0.0444 (0.0606)	0.196* (0.104)	0.241** (0.120)
Ouverture aux échanges	-0.00299 (0.00409)	-0.00312 (0.00778)	-0.000438 (0.00762)	0.000905 (0.00246)	-0.00212 (0.00556)	-0.00303 (0.00568)
Qualité Règlementaire	1.682*** (0.352)	2.527*** (0.735)	0.0278 (0.680)	0.392* (0.238)	1.152** (0.506)	0.765 (0.516)
Intérêts du donateur						
Part d'exportations des É.-U.	-0.0635 (0.164)	0.0895 (0.171)	0.215 (0.151)	-0.0540* (0.0284)	0.0487 (0.0648)	0.103* (0.0619)
Part d'assistance militaire des É.-U.	-0.0719** (0.0313)	-0.0259 (0.0679)	0.0308 (0.0621)	-0.0131 (0.0180)	0.0331 (0.0352)	0.0463 (0.0366)
Siège au conseil	-0.0147 (0.385)	-0.612 (0.771)	-1.526* (0.790)	0.167 (0.263)	-0.350 (0.587)	-0.517 (0.637)
Coordination avec BM						
Part d'engagements financiers de la BIRD	0.0852 (0.0574)	0.283** (0.133)	0.167 (0.132)	-0.0667* (0.0390)	0.0939 (0.114)	0.161 (0.122)
Part d'engagements financiers de l'IDA	0.123* (0.0729)	0.193 (0.147)	-0.0187 (0.145)	0.0328 (0.0519)	0.0593 (0.0961)	0.0266 (0.108)
Inertie						
<i>ln(part d'investissement de la SFI t-1)</i>				1.529*** (0.123)	0.929*** (0.193)	-0.597*** (0.226)
Régions du monde						
Asie de l'Est et Pacifique	-1.277* (0.776)	-0.985 (1.036)	-0.506 (0.933)	-0.453 (0.365)	-0.338 (0.548)	0.113 (0.630)
Europe et Asie Centrale	-0.277 (0.763)	-1.575 (1.102)	-2.347** (0.988)	-0.277 (0.343)	-0.565 (0.733)	-0.290 (0.746)
Amérique Latine et Caraïbes	0.563 (0.779)	-0.526 (1.099)	-2.672*** (0.992)	0.0758 (0.354)	-0.439 (0.659)	-0.517 (0.698)
Moyen Orient et Nord de l'Afrique	-0.904 (0.870)	-0.447 (1.195)	-0.661 (1.101)	-0.0150 (0.376)	-0.269 (0.686)	-0.255 (0.708)
Asie du Sud	-0.512 (1.019)	-0.332 (1.309)	-0.0657 (1.136)	0.170 (0.309)	0.00457 (0.674)	-0.166 (0.724)
Constante	-82.57*** (10.93)	-114.4*** (19.51)	-35.37** (17.06)	-5.220 (6.412)	-66.02*** (16.20)	-60.99*** (15.75)
alpha (test d'exogénéité)				-1.152***	-0.581***	
Log -vraisemblance	-4350.89	-998.75		-9056.51	-2374.27	
Effets Fixes Années	NON	NON	NON	NON	NON	NON
Effets Fixes Régions	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI
Observations	2629	634	3263	2315	632	2947
Censurés	1321	331	1652	1137	329	1466
Nombre de pays	158	159	159	158	158	158

Notes: Les coefficients des régressions sont présentés dans le tableau. La variable instrumentée pour les régressions 5-6-7 est *ln(part d'investissement de la SFI t-1)*. Cette variable est instrumentée par la variable retardée d'un an (*ln(part d'investissement de la SFI t-2)*). La statistique alpha montre le résultat du test d'exogénéité. Écarts-types entre parenthèses, groupés par pays pour les régressions 5-6-7. *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

On observe que les différences en ce qui a trait aux coefficients du PIB par habitant et de la population sont significatives dans les deux modèles de régression (colonnes 3 et 6). Dans les deux cas, les coefficients linéaires sont plus grands et les coefficients quadratiques sont plus petits dans la période SFI 3.0 que dans la période SFI 2.0. Nous constatons, dans le cas du modèle avec variable instrumentale, que le seuil de revenu à partir duquel les investissements de la SFI diminuent, avec l'augmentation du PIB par habitant, est plus élevé dans la période SFI 3.0 comparativement à la période 2.0. Ceci suggère donc que le biais en faveur des pays à revenu intermédiaire serait plus prononcé à la période SFI 3.0.

Pour ce qui est des variables d'additionnalité financière, l'accès au crédit intérieur et les investissements directs étrangers ont un coefficient plus élevé dans les deux modèles de régressions pour la période de la SFI 3.0. Toutefois, la différence avec la période SFI 2.0 n'est pas statistiquement significative. Ces résultats, bien que statistiquement non significatifs, sont contraires à ce qui était attendu et ne suggèrent pas que la SFI investit davantage, selon la stratégie 3.0, dans les pays qui ont moins accès à des sources de financement alternatives.

De manière similaire, les coefficients de la qualité réglementaire et du taux de croissance du PIB sont plus élevés dans les deux modèles de régression pour la SFI 3.0, mais les différences ne sont pas statistiquement significatives. Les résultats laissent tout de même supposer que la SFI opte davantage pour le profil rendement-risque de ses investissements au cours de la période 3.0.

Pour la variable indiquant une faible inflation, il est constaté que les investissements de la période SFI 3.0 sont davantage reliés à une faible inflation, et cette différence avec la période antérieure est statistiquement significative dans la colonne 6. Ces résultats suggèrent une augmentation accrue de l'importance des variables de l'intérêt commercial et, plus particulièrement, une diminution du risque relié à l'inflation dans l'allocation des investissements de la SFI 3.0. Ces résultats ne sont pas conformes à l'hypothèse H8. La part d'exportations des É.-U. ne présente pas une différence significative entre les périodes une fois que l'on exclut le Mexique, donc nous ne considérons pas ce résultat significatif.

Dans le modèle tobit de base, nous observons dans la colonne 3 que le coefficient de l'interaction entre les variables muettes du siège au CA et de la SFI 3.0 est statistiquement significatif. Le fait de siéger au conseil est ainsi associée à une diminution de la part des investissements de la SFI durant la période SFI 3.0 en comparaison à la période SFI 2.0. Les différences associées aux parts

de prêts de la BIRD et de l'IDA ne sont pas statistiquement significatives, mais le coefficient pour la BIRD est plus élevé pour la SFI 3.0, indiquant tout de même que la coordination entre la SFI et cette agence semble s'améliorer.

Pour ce qui est des variables muettes de régions, nous utilisons la région de l'Afrique subsaharienne comme catégorie de référence afin de vérifier si les investissements ont augmenté dans cette région du monde en accord avec la stratégie SFI 3.0. La stratégie 3.0 stipule que la SFI mettra davantage l'accent sur cette région du monde pour ses investissements futurs. La différence de coefficients des autres régions confirme que la stratégie SFI 3.0 est associée à une plus grande part des investissements en Afrique subsaharienne. Ceci est particulièrement observé avec les différences significatives de coefficients dans la colonne 3 pour les régions de l'Europe et d'Asie centrale, ainsi que pour l'Amérique latine et les Caraïbes. Ces résultats semblent confirmer l'hypothèse que la SFI 3.0 est plus active sur le continent africain.

Aussi, l'importance économique de la part des investissements retardée sur la part d'investissement actuelle de la SFI est significativement moins grande pour la période de la stratégie 3.0 que pour la période de la stratégie 2.0, comme on peut l'observer dans la colonne 6. Ce résultat indique que la SFI fait preuve de moins d'inertie dans l'allocation de ses investissements avec sa stratégie 3.0, en comparaison avec sa stratégie 2.0. Cette constatation est conforme aux attentes pour la stratégie 3.0

Finalement, la constante est significativement plus petite dans les équations pour la période SFI 3.0. Cela suggère que toutes choses étant égales par ailleurs, la SFI concentre moins ses investissements qu'avant avec la stratégie 3.0, investissant dans un plus grand nombre de petits projets plutôt que dans un plus petit nombre de grands projets.

Ces résultats sont intéressants mais indiquent, somme toute, des différences plutôt faibles entre les périodes caractérisées par les différentes stratégies de la SFI. Il est toutefois important de signaler que le nombre d'observations pour la période de la SFI 3.0 est beaucoup plus faible que celui de la période de la SFI 2.0, étant donné que la stratégie 3.0 n'a débuté qu'en 2017. Cela pourrait expliquer la difficulté à observer des résultats vraiment concluants. Il serait intéressant de répéter cette analyse dans quelques années lorsque les observations sur les investissements de la stratégie 3.0 seront disponibles sur une plus longue période.

Tableau 10: Tests de robustesse (présentation des coefficients)

Variable dépendante: <i>ln(part d'investissement de la SFI)</i>	TOBIT					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>lninvest</i>	<i>lninvest iv</i>	<i>lag2</i>	<i>lag2 iv</i>	<i>ICRG</i>	<i>ICRG iv</i>
Besoins du bénéficiaire						
<i>ln</i> (PIB/habitant)	10.84*** (1.430)	1.774** (0.880)	14.97*** (2.188)	2.480 (1.874)	17.32*** (2.527)	2.390 (1.607)
(<i>ln</i> (PIB/habitant))^2	-0.623*** (0.0793)	-0.104** (0.0495)	-0.875*** (0.122)	-0.156 (0.107)	-0.986*** (0.138)	-0.144 (0.0895)
<i>ln</i> (population)	1.278*** (0.123)	0.501*** (0.0736)	2.020*** (0.190)	0.957*** (0.133)	1.932*** (0.467)	0.653*** (0.162)
(<i>ln</i> (population))^2	-0.0367 (0.0276)	-0.0665*** (0.0124)	-0.0825* (0.0430)	-0.132*** (0.0246)	-0.0534 (0.0784)	-0.0967*** (0.0235)
Espérance de vie	0.0460** (0.0230)	0.0196* (0.0102)	0.108*** (0.0360)	0.0564** (0.0222)	0.0474 (0.0424)	0.0198 (0.0147)
Additionnalité						
Crédit domestique au secteur privé	-0.00115 (0.00401)	0.000492 (0.00171)	-0.0128** (0.00634)	-0.00182 (0.00377)	-0.00294 (0.00687)	-0.00225 (0.00245)
Investissements directs étrangers entrants	0.0307*** (0.00928)	0.0119 (0.00847)	0.0414*** (0.0145)	0.0154 (0.0158)	0.0392** (0.0154)	0.00553 (0.0138)
Gouvernance						
Restriction des droits politiques et des libertés civiles	-0.0619 (0.0392)	0.0331* (0.0183)	-0.0364 (0.0604)	0.0746* (0.0381)	-0.183*** (0.0670)	0.0307 (0.0270)
Niveau de terreur politique	-0.0936 (0.0908)	-0.124* (0.0720)	-0.242* (0.141)	-0.332*** (0.127)	-0.162 (0.156)	-0.298** (0.124)
Contrôle de la Corruption	-0.234 (0.234)	-0.177 (0.116)	-0.475 (0.362)	-0.395* (0.225)	-0.246 (0.167)	-0.188* (0.114)
Intérêt commercial						
Croissance du PIB	0.0663*** (0.0253)	0.0449* (0.0242)	0.115*** (0.0401)	0.110** (0.0447)	0.0778* (0.0436)	0.0710 (0.0433)
Faible inflation	0.0212 (0.0405)	0.0207 (0.0324)	0.00242 (0.0639)	0.0134 (0.0670)	0.102 (0.0668)	0.0823 (0.0517)
Ouverture aux échanges	-0.00286 (0.00239)	-0.000356 (0.00148)	-0.00294 (0.00371)	-0.000338 (0.00268)	-0.00205 (0.00434)	0.00135 (0.00216)
Qualité Règlementaire	1.103*** (0.211)	0.269* (0.138)	1.910*** (0.325)	0.568** (0.282)	0.394*** (0.0789)	-0.0161 (0.0544)
Intérêts du donateur						
Part d'exportations des É.-U.	0.0340 (0.0950)	-0.0189 (0.0159)	-0.0249 (0.148)	-0.0400 (0.0375)	0.0206 (0.153)	-0.0190 (0.0205)
Part d'assistance militaire des É.-U.	-0.0427** (0.0191)	0.00120 (0.0103)	-0.0416 (0.0288)	0.0139 (0.0217)	-0.0443 (0.0399)	0.0115 (0.0276)
Siège au conseil	-0.00416 (0.216)	0.101 (0.129)	-0.0157 (0.346)	0.0341 (0.312)	-0.0603 (0.341)	0.179 (0.208)
Coordination avec BM						
Part d'engagements financiers de la BIRD	0.0667** (0.0321)	-0.00686 (0.0229)	0.0970* (0.0498)	-0.0265 (0.0386)	0.0795 (0.0494)	-0.0278 (0.0348)
Part d'engagements financiers de l'IDA	0.0700* (0.0402)	0.0203 (0.0301)	0.132** (0.0647)	0.0714 (0.0482)	0.114* (0.0629)	0.0328 (0.0437)
Inertie						
<i>ln</i> (part d'investissement de la SFI t-1)		0.952*** (0.0672)		1.330*** (0.125)		1.368*** (0.106)
Constante	-52.18*** (6.362)	-5.906 (4.122)	-79.58*** (9.700)	-16.15* (8.640)	-90.62*** (11.49)	-11.95 (7.611)
alpha (test d'exogénéité)		-0.695***		-0.953***		-0.956***
Log -vraisemblance	-4541	-10732	-5346	-10873	-4270	-8551
Effets Fixes Années	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI
Effets Fixes Régions	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI
Observations	3263	2947	3261	2789	2257	2041
Censurés	1652	1466	1650	1377	916	804
Nombre de pays	159	158	159	158	108	108

Notes: Les coefficients des régressions sont présentés dans le tableau. La variable instrumentée pour les régressions 2 et 6 est *ln*(part d'investissement de la SFI t-1). Cette variable est instrumentée par la variable retardée d'un an (*ln*(part d'investissement de la SFI t-2)). La variable instrumentée pour la régression 4 est *ln*(part d'investissement de la SFI t-2). Cette variable est instrumentée par la variable retardée d'un an (*ln*(part d'investissement de la SFI t-3)). La statistique alpha montre le résultat du test d'exogénéité. Écarts-types entre parenthèses, groupés par pays pour les régressions 2-4-6. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

4.4 Robustesse des résultats avec variables alternatives

Dans cette section, nous effectuons certains tests de robustesse afin de valider nos résultats. Les tests de robustesse consistent à effectuer les régressions 6 et 7 du tableau 6 en modifiant certaines variables. Le tableau 10 présente les résultats des différentes régressions de effectuées. Pour chaque groupe de variables modifié, nous effectuons la régression sans variable endogène (les régressions 1, 3 et 5) et avec variable retardée endogène (les régressions 2, 4 et 6).

4.4.1 Variable dépendante alternative

Dans un premier temps, nous remplaçons la variable dépendante du logarithme de la part des investissements de la SFI par le logarithme du montant de l'investissement de la SFI. Cela permet de vérifier que les résultats sont robustes, même si nous considérons que la SFI prend ses décisions d'allocation en attribuant des montants aux pays, plutôt qu'une part de ses allocations totales. Les colonnes 1 et 2 du tableau 10 présentent les résultats. Toutes les variables gardent la même significativité statistique et la même direction des coefficients.

4.4.2 Variables explicatives retardées de deux ans

Dans un deuxième temps, nous remplaçons les variables explicatives qui utilisent un retard d'un an dans le modèle de base. Nous les remplaçons par des variables explicatives utilisant un retard de 2 ans (par exemple, le PIB par habitant est le PIB par habitant observé deux années avant l'année de l'investissement de la SFI). Ce changement reflète la possibilité que la SFI prenne ses décisions d'allocation en se basant sur les données disponibles deux ans avant l'approbation d'un investissement par le CA. Ce pourrait être le cas pour des projets où le processus de sélection est long; où, par exemple, ce processus de sélection prendrait plus d'un an entre le début de l'étude du projet et son approbation. Les résultats de ces régressions sont présentés dans les colonnes 3 et 4 du tableau 10 Les résultats principaux restent qualitativement les mêmes, sauf pour le coefficient de l'accès au crédit qui devient significatif dans la régression 3. Cette variable n'était pas significative dans le modèle de base, mais prenait le même signe négatif. Le résultat de ce test de robustesse suggère que la SFI pourrait allouer une plus grande part de ses investissements aux pays ayant un faible accès au crédit. Toutefois, comme cette régression est la seule indiquant une significativité statistique pour cette variable, nous ne considérons ce résultat avec prudence.

4.4.3 Variables de gouvernance alternatives

Dans un troisième temps, toujours afin de vérifier la robustesse des résultats, nous remplaçons les variables explicatives du contrôle de la corruption et de la qualité réglementaire, qui proviennent des Indicateurs de gouvernance mondiaux de la BM (WGI), par des variables similaires provenant de l'*International Country Risk Guide* (ICRG). Les variables intitulées « corruption » et « profil d'investissement » sont les variables de l'ICRG qui correspondent respectivement au contrôle de la corruption et à la qualité réglementaire de WGI. Similairement aux variables WGI, une plus grande cote indique aux investisseurs une meilleure performance des pays quant au contrôle de la corruption et à la qualité réglementaire. Les résultats sont présentés dans les colonnes 5 et 6 du tableau 10. Les résultats restent principalement les mêmes dans la régression 5 sans variable endogène, à l'exception de l'espérance de vie qui n'est plus significative (mais elle garde toujours le même signe de coefficient). La régression 6 avec variable endogène indique quelques changements : le coefficient du contrôle de la corruption est négatif significatif et le coefficient de la qualité réglementaire devient non significatif.

Somme toute, les tests de robustesse confirment la validité des résultats observés précédemment.

Nous discutons plus en détails de l'implications des résultats pour nos hypothèses dans le chapitre suivant.

Chapitre 5

Discussion

Dans cette section, nous discutons des résultats obtenus à la lumière de la littérature existante et de nos hypothèses de recherche. Rappelons que notre question principale de recherche énoncée dans l'introduction est la suivante:

- **Quels sont les principaux déterminants d'allocation des investissements de la SFI dans les PED ?**

La présente discussion traitera également des sous-questions s'y rattachant :

- Les déterminants qui influencent l'allocation des investissements de la SFI correspondent-ils aux critères officiels énoncés de la SFI ?
- La SFI agit-elle davantage comme une institution de développement ou comme un investisseur commercial ?
- Les choix d'allocation évoluent-ils au gré de la direction stratégique changeante de l'institution ?

Tout d'abord, nous présentons dans le tableau 11 un résumé des résultats principaux de la recherche ainsi que des conclusions qui en découlent par rapport aux hypothèses. Puis nous examinons les résultats obtenus afin de déterminer quels sont les déterminants d'investissement de la SFI et si ceux-ci correspondent aux critères officiels énoncés ou si les choix reflètent d'autres incitatifs.

Tableau 11: Principaux résultats et vérification des hypothèses

Noms	Variables	Signes attendus	Signes observés en régression principale	Significativité statistique	Résultats confirmés en robustesse	Conclusion	H8: Différence de signe pour SFI 3.0	
H1	Besoins des bénéficiaires	PIB/habitant	-	+	Oui	Oui	H1 résultats mitigés	+
		PIB/habitant^2	N.A	-	Oui	Oui		-
		Espérance de vie	-	+	Oui	Oui		+
		Population	+	+	Oui	Oui		+
		Population^2	N.A	-	Oui	Oui		-
H2	Additionnalité	Crédit au secteur privé	-	-	Non	Mitigé	H2 rejetée	+
		Investissements directs étrangers entrants	-	+	Oui	Oui		+
H3	Gouvernance	Restriction des droits politiques et des libertés civiles	-	+/-	Parfois	Mitigé	H3 confirmée	-
		Niveau de terreur politique	-	-	Parfois	Mitigé		+/-
		Contrôle de la corruption	+	+/-	Parfois	Mitigé		-
		Qualité règlementaire	+	+	Oui	Oui		+
H4	Intérêt commercial	Croissance du PIB	+	+	Oui	Oui	H4 confirmée	+
		Faible inflation	+	+/-	Non	Oui		+
		Ouverture aux échanges	+	+/-	Non	Oui		-
		Qualité règlementaire	+	+	Oui	Oui		+
H5	Intérêts du donateur	Part d'exportations des É.U.	+	-	Non	Oui	H5 rejetée	+
		Part d'assistance militaire des É.-U.	+	-	Non*	Oui		+
		Siège au conseil	+	+/-	Non	Oui		-
H6	Coordination avec la BM	Part d'engagements financiers de la BIRD	+	+	Parfois	Mitigé	H6 principalement confirmée	+
		Part d'engagements financiers de l'IDA	+	+	Parfois	Mitigé		+/-
H7	Inertie bureaucratique	Part d'investissement retardée de la SFI	+	+	Oui	Oui	H7 confirmée	-

*Significativité statistique disparaît en enlevant les valeurs extrêmes des observations.

5.1 Les besoins des bénéficiaires

Selon l'hypothèse H1, qui s'appuie sur la théorie des besoins des bénéficiaires de la littérature sur l'aide au développement, nous nous attendons à ce que la SFI alloue une plus grande part de ses investissements dans les pays plus peuplés et peu développés économiquement et humainement. Nos résultats ne permettent pas de confirmer cette hypothèse hors de tout doute et suscitent des questionnements quant au respect du mandat de la SFI par rapport aux besoins.

Niveau de revenu : besoin de développement économique

En effet, les résultats relatifs au PIB par habitant suggèrent que la SFI fait preuve de biais d'allocation en faveur des pays à revenu intermédiaire, au détriment des pays à faible revenu. Bien que la SFI investisse moins avec l'augmentation du revenu dans les pays à revenu intermédiaire de la tranche supérieure, pour les pays à faible revenu et pour les pays à revenu intermédiaire de la tranche inférieure, la SFI investit plus avec l'accroissement du revenu. Ce biais est aussi identifié dans la littérature sur l'allocation de l'aide au développement (Isenman, 1976; Dowling & Hiemenz, 1985; Alesina & Dollar, 2002).

Nos résultats sont aussi conformes à ce qu'observent Fleck et Kilby (2006) quant aux prêts de la Banque mondiale, qui démontrent aussi un biais d'allocation de cette dernière vers les pays à revenu intermédiaire. Comme la SFI fait partie du Groupe de la Banque mondiale, il n'est pas surprenant d'observer la même tendance chez les agences du groupe.

Bien que similaires aux conclusions des auteurs mentionnés ci-dessus, nos résultats contredisent une grande partie de la littérature portant sur l'allocation de l'aide au développement, qui documente une relation strictement négative entre le PIB d'un pays bénéficiaire d'aide et le montant d'aide reçu de la part d'organisations multilatérales (Harrigan & Wang, 2011; Dreher *et al.*, 2019).

Une explication qui s'avère intéressante au sujet du phénomène du biais d'allocation que nous observons chez la SFI et que Fleck et Kilby (2006) observent pour la BM : ces agences allouent leurs montants d'aide ou d'investissement basés selon des projets qui leur sont présentés. Les projets préparés dans les pays où le niveau de revenu est supérieur pourraient tendre à être de qualité supérieure et à satisfaire davantage les requis d'investissement de ces agences (Isenman, 1976). Ce constat correspond au mandat de la SFI, qui indique la nécessité d'investir dans des entreprises rentables. On peut donc supposer que les projets qui sont présentés dans les pays à

revenu inférieur n'ont pas un profil de rentabilité aussi intéressant que ceux présentés dans les pays plus riches. D'autre part, même s'il y a des projets rentables présentés par les pays à plus faible revenu, leur nombre est probablement moindre que dans les pays à revenu intermédiaire. C'est d'ailleurs un point important soulevé par la création de la stratégie SFI 3.0 : le manque de projets « bancables » dans les pays très pauvres.

D'un autre côté, le revenu par habitant est également un des déterminants des investissements commerciaux dans les PED, indiquant un environnement macroéconomique favorable et un potentiel de rendements supérieurs (Alesina & Dollar, 2002; Nunnenkamp, 2002; Schneider & Frey, 1985). Selon la littérature, un investisseur commercial investirait donc davantage selon l'augmentation du niveau de revenu d'un pays. Les études que nous avons consultées sur le sujet ne mentionnent pas de relation non linéaire entre le niveau de revenu et les investissements commerciaux. Ainsi, la SFI n'investit pas complètement comme un investisseur commercial selon cette variable.

Il est toutefois surprenant, en raison de son mandat, qu'elle ne fasse pas plus d'efforts pour investir davantage dans nombre de pays à faible revenu dont les besoins sont criants. Le secteur privé pourrait amener bien des solutions aux enjeux de développement de ces pays et faire une réelle différence. En raison du biais d'allocation vers les pays à revenu intermédiaire, nous ne confirmons donc pas complètement l'hypothèse H1a qui concerne les besoins économiques.

Espérance de vie : besoin de développement humain

Une constatation similaire à celle du revenu est faite en étudiant les résultats par rapport à l'espérance de vie: la SFI ne semble pas privilégier les pays dont les besoins de développement humain sont plus grands. Pourtant, le secteur privé aurait beaucoup à faire dans ces pays afin d'améliorer le réseau de la santé. Alors que Neumayer (2003a) note que l'aide des agences multilatérales est indifférente aux besoins de développement humain, Dreher *et al.* (2019), eux, trouvent, comme nous, que la SFI investit plus dans les pays où l'espérance de vie est meilleure.

D'autre part, la santé de la population est identifiée par certaines études comme étant un déterminant des investissements commerciaux étrangers dans les PED. Par exemple, Marcella *et al.* (2006) avancent que ce lien est expliqué par le fait que la santé fait partie intégrante du capital humain, car elle augmente la productivité des travailleurs et stimule la croissance économique.

Ainsi, la SFI ne semble pas investir selon les besoins du développement humain et nous rejetons l'hypothèse H1b. La SFI semble davantage investir comme un investisseur de nature commerciale, en fonction de la qualité du capital humain et de la productivité des travailleurs.

Population : besoin relatif

En ce qui a trait à la population, la SFI investit davantage dans les pays plus peuplés, mais l'effet marginal décroissant observé dans nos résultats indique que, sur une base d'investissement par habitant, la SFI investit davantage dans les pays moins peuplés. Ce constat est similaire à ce que notent Fleck et Kilby (2006) pour les prêts de la BM, ainsi que Alesina et Dollar (2002) et Berthelemy et Tichit (2004) pour l'aide bilatérale.

Plusieurs études d'allocation d'aide n'utilisent cependant que le terme linéaire de la population dans leurs études et trouvent une association positive entre l'aide et celui-ci (Neumayer, 2003b; Dreher *et al.*, 2011).

Le fait que la population ait un effet marginal décroissant sur les investissements de la SFI provient probablement de la contrainte de gestion de portefeuille à laquelle la SFI fait face. Si l'allocation de nouveaux investissements était faite proportionnellement à la taille de la population, une grande partie du portefeuille d'investissement se retrouverait dans des pays très peuplés comme la Chine et l'Inde. Cela créerait une grande concentration d'investissements dans ces pays et exposerait la société à des risques macroéconomiques importants, tout en diminuant les montants disponibles pour d'autres pays. La diversification des investissements dans plusieurs pays permet de réduire les risques économiques. De plus, il ne serait probablement pas désirable pour le développement mondial de consacrer une grande portion des ressources seulement à ces deux pays en négligeant beaucoup d'autres.

Nous concluons que l'hypothèse H1c n'est que partiellement respectée, en raison de l'effet marginal décroissant de la population, mais ce résultat n'est pas alarmant pour les raisons énumérées ci-dessus. Il est intéressant de noter que les flux commerciaux sont également parfois motivés par la taille de la population selon la littérature (Nunnenkamp, 2002), la population étant un indicateur de grandeur du marché local potentiel.

En résumé, nous obtenons des résultats mitigés en ce qui concerne l'hypothèse H1. Les résultats ne nous convainquent pas que la SFI investit selon les critères officiels qu'elle énonce. En effet, selon le mandat qu'elle décrit dans ses statuts, la SFI a pour but de « favoriser le développement

économique en encourageant la croissance des entreprises privées productives dans les pays membres, **en particulier dans les régions les moins développées** » (IFC, 2020b; traduction libre). Bien que la SFI investisse moins dans les pays à revenu intermédiaire de la tranche supérieure qui sont plus riches, elle investit aussi relativement moins dans les pays à faible revenu et les pays à revenu intermédiaire de la tranche inférieure qui sont plus pauvres. D'autre part, la SFI investit davantage comme un investisseur commercial dans les pays où le développement humain est relativement plus présent. La société fait toutefois un effort pour investir dans les pays les plus peuplés (malgré un certain biais), mais ce constat est aussi observé pour les flux commerciaux, donc il est difficile de conclure si la motivation est de nature développementale ou commerciale.

5.2 L'additionnalité financière

Les résultats obtenus en ce qui concerne les variables d'accès au crédit et de l'IDE ne permettent pas d'affirmer que la SFI fait preuve d'additionnalité financière avec ses investissements. Nous ne pouvons donc pas confirmer l'hypothèse H2. Ces résultats sont semblables à ceux de Dreher *et al.* (2019) et de Kenny *et al.* (2018a), qui ne peuvent pas non plus confirmer que la SFI investit davantage dans les pays où il y a moins de disponibilité du crédit pour le secteur privé. Ce constat diffère toutefois de ce que soutient Basilio (2014) au sujet des investissements des banques multilatérales de développement (comme la Banque mondiale) et de leur participation à des PPP. Selon l'auteure, celles-ci investissent davantage dans les pays où la disponibilité du crédit est moindre.

Nos résultats par rapport aux IDE sont particulièrement surprenants et contraires à nos attentes, car ils indiquent que la SFI investit davantage dans les pays qui reçoivent déjà beaucoup d'IDE, pays qui ont donc déjà accès à des capitaux étrangers pour se financer. Ce résultat est robuste à travers les différentes spécifications de notre modèle, sauf de celles qui incluent les variables retardées d'investissement de la SFI. Ainsi, les investissements antérieurs de la SFI incluraient l'effet des IDE sur les investissements courants.

Il est intéressant de noter que la littérature sur les déterminants des investissements commerciaux documente l'influence positive des IDE sur ceux-ci (Noorbakhsh *et al.*, 2001). Compte tenu de ce constat, la SFI se compare aux investisseurs commerciaux en investissant davantage dans les pays qui bénéficient des flux plus importants de l'IDE, comme le démontrent certains de nos résultats.

Ces résultats sur l'additionnalité ne concordent pas avec les critères officiels énoncés de la SFI, qui stipule dans la section « Principes opérationnels » de ses statuts : « La société n'entreprendra **aucun financement, pour lequel**, à son avis, **des capitaux privés suffisants pourraient être obtenus** à des conditions raisonnables » (IFC, 2020b; traduction libre). De plus, l'additionnalité est décrite comme étant une condition essentielle de tout investissement des IFD dans le cadre harmonisé des opérations des IFD dans le secteur privé (EBRD, 2012).

Bien sûr, la SFI pourrait faire preuve d'additionnalité en fournissant des capitaux à un segment du secteur privé qui est moins bien desservi à l'intérieur d'un pays, ce que nos résultats ne décèleraient pas, puisqu'ils identifient la tendance pour l'entièreté d'un pays, et non par segment. Somme toute, nous sommes d'avis que la SFI devrait davantage investir dans les pays où l'accès au financement est globalement difficile, pour tous les segments, car c'est là que leur potentiel d'additionnalité est le plus élevé. Nos résultats indiquent que ce n'est pas le cas depuis les 20 dernières années. La SFI admet elle-même en 2010 que pour adresser ses objectifs d'éradiquer la pauvreté extrême et pour offrir de « hauts niveaux d'additionnalité », elle devait se concentrer davantage dans les pays les plus pauvres, classifiés IDA, et dans les marchés frontières (Kenny *et al.*, 2018c).

Les résultats comparant les périodes de la SFI 2.0 et de la SFI 3.0 n'indiquent pas d'amélioration par rapport à l'additionnalité depuis les dernières années. Bien que statistiquement non significative comme différence, la SFI semble investir davantage dans les pays qui ont un meilleur accès aux capitaux (crédit et IDE) lors de la période SFI 3.0. La stratégie 3.0 devrait pourtant mettre l'accent sur ces pays qui ont peu accès au financement, en « créant de nouveaux marchés, là où ils n'existent pas », comme l'annonce la devise de la stratégie.

5.3 La gouvernance

Les résultats obtenus par rapport à la gouvernance sont mitigés. Nos résultats ne nous permettent toutefois pas de rejeter l'hypothèse H3. Certains modèles indiquent que la SFI investit dans les pays qui ont une meilleure gouvernance, soit un meilleur respect des droits politiques et libertés civiles, un faible niveau de terreur politique et un meilleur contrôle de la corruption (tableau 4.1, colonne 3). Cependant, les résultats ne sont pas constants à travers tous les modèles et nous observons parfois une relation inverse dans certains cas en ce qui a trait au contrôle de la corruption et au respect des droits politiques et libertés civiles, une fois que l'on inclut les variables d'intérêt commercial et la valeur retardée des investissements.

Ces résultats mitigés contrastent avec les constats de Dollar et Levin (2006) et Berthelemy et Tichit (2004), qui établissent de manière robuste que les pays faisant preuve d'une bonne gouvernance reçoivent relativement plus d'aide au développement que leurs homologues ne faisant pas preuve de gouvernance adéquate. Nos résultats sont cependant semblables à ce qu'obtient Neumayer (2003b) au sujet de l'allocation d'aide octroyée par les agences multilatérales. Bien que l'auteur soutienne certaines preuves alléguant que les variables de gouvernance (les trois mêmes que les nôtres) influencent l'allocation de l'aide des agences, ces résultats changent selon les donateurs et les différentes spécifications du modèle.

Il est intéressant de noter que pour la gouvernance, les résultats les plus significatifs que trouve Neumayer (2003b) relèvent de la variable représentant le fardeau réglementaire sur l'économie, qui est la même que notre variable de qualité réglementaire. Comme il est mentionné dans le chapitre portant sur la méthodologie, cette variable est fréquemment utilisée dans les études comme indicateur de gouvernance. Nous l'utilisons dans notre étude comme une variable qui indique le risque spécifique propre aux investisseurs commerciaux, car le risque réglementaire est un des risques importants auquel font face les investisseurs. Elle représente cependant également la gouvernance, et c'est une des variables les plus significatives statistiquement et économiquement de notre étude. Les résultats sont robustes à travers les différentes régressions. Les investissements de la SFI sont donc positivement associés aux pays qui démontrent une bonne qualité réglementaire. Nous reviendrons plus tard à cette variable dans la section sur les intérêts commerciaux, mais les résultats par rapport à cette variable ainsi que les résultats sur les autres variables de gouvernance, quoique mitigés, ne nous permettent pas de rejeter l'hypothèse H3. Ainsi, nous concluons que la SFI investit davantage dans les pays qui démontrent une bonne gouvernance.

De ce fait, la SFI respecte les critères officiels énoncés de la BM par rapport à l'allocation de l'aide au développement. Celle-ci préconise en effet l'attribution de l'aide aux pays qui démontrent une bonne gouvernance, afin de récompenser ceux-ci et que l'aide soit plus efficace (BM, 1998).

La gouvernance est perçue comme un conduit d'efficacité de ses investissements selon la littérature sur l'allocation de l'aide. L'hypothèse d'efficacité est particulièrement pertinente pour expliquer les résultats que nous constatons par rapport à la qualité réglementaire, du fait qu'elle a un impact direct sur le secteur privé, dans lequel œuvre la SFI. Cette variable indique que les droits des investisseurs sont mieux protégés, et que le secteur privé est moins sujet à

être exposé aux risques d'expropriation, de bris de contrat, etc. D'ailleurs, Wittenberg (2020) trouve qu'un meilleur environnement réglementaire permet aux IFD de catalyser davantage les investissements d'autres acteurs pour le secteur privé. Ainsi, la SFI est plus à même d'atteindre ses objectifs de faire croître le secteur privé et de catalyser d'autres investissements, en investissant davantage dans les projets des pays ayant une meilleure qualité réglementaire.

Pour ce qui est des investissements commerciaux, plusieurs études observent une association positive entre les investissements de nature commerciale et la gouvernance des pays qui reçoivent les flux (Gani, 2007; Globerman & Shapiro, 2002; Knack & Keefer, 1995). Mais les investisseurs ne sont pas préoccupés par la gouvernance pour les mêmes raisons que les agents donateurs d'aide au développement. Ils ne s'arrêtent pas à se demander si les pays « méritent » leurs investissements ou lesquels sauront en tirer le plus de retombées sociales positives. Ils se soucient plutôt des considérations de gouvernance, car une absence de gouvernance est associée à un climat d'incertitude et de risque accru pour leur capital. Les investisseurs commerciaux sont soucieux de préserver leur capital et d'accroître les rendements.

Ainsi, il est difficile de dire si la SFI se préoccupe des considérations de gouvernance dans une optique de réduction des risques, comme un investisseur commercial, ou dans une optique de souci d'efficacité pour atteindre ses objectifs. Dans tous les cas, le résultat est que la SFI alloue une plus grande part de ses investissements dans les pays où la gouvernance est meilleure, particulièrement en raison de l'assurance d'une certaine qualité réglementaire. Elle fait d'une pierre deux coups en étant plus efficace quant à l'atteinte de ses objectifs, tout en réduisant son risque.

5.4 L'intérêt commercial

L'hypothèse H4 stipule que la SFI investit selon un intérêt commercial, dans le but de maximiser le profil rendement-risque de ses investissements. Ainsi, les investissements de la SFI seraient positivement associés aux variables qui indiquent un potentiel de rendement supérieur et seraient négativement associés aux variables qui indiquent des risques supérieurs. Nos résultats ne permettent pas de rejeter cette hypothèse.

En accord avec la littérature sur les déterminants des investissements de nature commerciale, nous trouvons que la croissance du PIB et la qualité réglementaire du pays bénéficiaire sont d'importants déterminants des investissements de la SFI. Nos résultats par rapport à la

croissance du PIB concordent avec ce que Schneider et Frey (1985); De Vita et Kiaw (2008) et Nunnenkamp (2002) observent comme déterminants des IDE. La croissance du PIB est un facteur important dans le choix d'un pays où investir, car elle représente la croissance de la productivité domestique (De Vita et Kiaw, 2008) et le potentiel de demande pour un produit ou un service (Nunnenkamp, 2002), indiquant les rendements potentiels qu'un investisseur peut tirer de ses investissements dans ce pays.

Nos résultats par rapport à l'importance de la qualité réglementaire pour les investissements de la SFI sont semblables à ce qu'obtiennent Gani (2007) et Globerman et Shapiro (2002) pour les investissements de nature commerciale.

La variable de qualité réglementaire identifie la perception de la capacité du gouvernement à créer et à implanter des politiques et des règlements qui facilitent le développement du secteur privé et qui protègent les investisseurs (Kaufmann *et al.*, 2010). Dans les pays où la qualité réglementaire est faible, il y a un manque de protection des investisseurs et le changement arbitraire des règles est possible, ce qui crée un climat d'incertitude et peut engendrer des coûts importants pour les investisseurs (La Porta *et al.*, 2000). Tel qu'il a été discuté précédemment, il est difficile de savoir si les motivations de la SFI rattachées à cette variable sont liées à un souci d'efficacité pour l'atteinte de ses objectifs ou à un souci de réduction du risque commercial.

En ce qui concerne les critères officiels énoncés par la SFI quant à son intérêt commercial, celle-ci stipule dans son mandat qu'elle cherche à investir dans des entreprises privées « productives » (IFC, 2020b). Productives voulant dire rentables, nous ne pouvons nier que l'impératif de rentabilité est au cœur des objectifs énoncés de la SFI. Cette rentabilité est d'ailleurs un facteur contribuant à sa note de crédit triple A, qui lui permet d'emprunter à faible coût sur les marchés obligataires.

Tel qu'il a été émis dans la section des résultats, il est intéressant de noter que la SFI semble se soucier davantage des considérations de rendement-risque lors de la période caractérisée par la stratégie SFI 3.0. Comme la stratégie préconise les investissements dans des États en situation de fragilité, et beaucoup plus pauvres, nous nous serions attendus à ce que la période 3.0 engendre une prise de risque accrue et que les indicateurs de rendements potentiels ne soient pas aussi importants.

5.5 L'intérêt du donateur

Nous ne trouvons pas de résultats robustes qui confirment la présence de l'intérêt du donateur comme déterminant des investissements de la SFI. Nous rejetons donc l'hypothèse H5, qui stipule que la SFI favoriserait les intérêts de son actionnaire principal, les États-Unis, et les intérêts des pays siégeant à son CA. Nos résultats se rapprochent de ceux de Neumayer (2003b), qui ne trouve pas d'influence des États-Unis pour l'allocation d'aide de l'IDA, et de ceux de Harrigan et Wang (2011) qui observent que les agences multilatérales sont beaucoup moins influencées par les considérations d'intérêt du donateur que leurs homologues bilatéraux. Ce constat semble justifiable, étant donné que les institutions multilatérales comme la SFI sont détenues par une multitude de pays actionnaires, dont les intérêts propres diffèrent les uns des autres.

Cependant, nos résultats ne corroborent pas les études de Fleck et Kilby (2006), Wang *et al.* (2006) et Birds et Rowlands (2001) qui établissent toutes un lien entre les membres les plus influents de la BM ou du FMI et des flux financiers dirigés par ces institutions vers les PED.

Nos résultats ne concordent pas non plus avec ceux de Dreher *et al.* (2019), qui trouvent que la SFI investit davantage dans les pays qui siègent à son conseil d'administration. Nous avons essayé de reproduire, sans succès, les résultats obtenus par Dreher *et al.* (2019) avec un modèle de probabilité linéaire à effets fixes, utilisant les mêmes variables que ceux-ci dans la régression (sauf les flux de l'IMF, que nous n'avons pas dans notre base de données). Les résultats de cette régression ne sont pas montrés ici, mais sont disponibles sur demande. La différence de nos résultats en comparaison à Dreher *et al.* (2019) pour cette variable pourrait potentiellement être expliquée par des périodes d'investissement qui diffèrent entre les deux études. Notre étude utilise la période 2000-2020; alors que Dreher *et al.*, la période 1995-2015.

Fait intéressant: bien que la variable présentant un siège au CA ne soit pas significative dans nos régressions pour les périodes de la SFI 2.0 et de la SFI 3.0, la différence entre les coefficients des deux périodes est significative dans le tableau 4.4, colonne 3. Cela suggère que le fait de siéger au conseil est ainsi associée à une diminution de la part des investissements de la SFI pour la période SFI 3.0 (2017-2020) en comparaison à la période SFI 2.0 (2000-2016). Ainsi, ce changement indique que dans le passé de la SFI, l'intérêt des pays membres siégeant au CA pouvait être plus important et influencer davantage sur l'allocation des investissements comparativement à la période plus récente. Comme Dreher *et al.* (2019) examinent une période

qui commence cinq ans avant la nôtre, peut-être pouvons-nous voir là l'explication au fait qu'ils confirment des résultats significatifs.

Les résultats par rapport au rejet de l'intérêt du donateur concordent également avec les critères officiels énoncés par la SFI. Dans ses statuts portant sur ses opérations, il est mentionné que « la société **ne doit pas être influencée dans ses décisions par le caractère politique d'un membre** » et que la société doit prendre ses décisions de « manière impartiale afin d'atteindre les objectifs énoncés » (IFC, 2020b; traduction libre). Il est donc mentionné clairement que les considérations liées aux intérêts du donateur ne devraient pas influencer la SFI. Il est encourageant de constater qu'en effet, les choix d'investissement de la SFI ne sont pas influencés par les intérêts des États-Unis ni de ceux des membres de son CA. Il va sans dire que promouvoir les intérêts politiques de ses principales parties prenantes seraient probablement contre-productif pour l'atteinte de ses objectifs de développement.

5.6 L'inertie bureaucratique

Les résultats de notre étude confirment fortement l'hypothèse H6 que l'inertie est un déterminant des investissements de la SFI. Dans notre modèle principal, une augmentation de 1 % de la part des investissements retardée de la SFI est associée à une augmentation de près de 77 % de la part des investissements courants de la SFI dans un pays (tableau 4.2). Cette relation est importante, car la significativité économique est grande et la significativité statistique également (le *p-value* étant plus petit que 1 %, même dans les régressions de robustesse).

Ce résultat est donc l'un des plus importants de notre recherche : la SFI semble souffrir d'inertie dans l'allocation de ses investissements. La constatation du phénomène d'inertie dans l'allocation de flux pour le développement est conforme à ce qu'observent Feeny et McGillivray (2008) pour les donateurs bilatéraux et à ce que notent Bird et Rowlands (2001) pour le FMI.

Les travaux de Kenny *et al.* (2018a, 2018b) soulèvent l'hypothèse que l'inaptitude de la SFI à réaffecter son portefeuille vers les pays où les besoins sont plus importants au fil du temps pourraient être causé par son inertie. On peut donc supposer que, si c'est l'inertie qui fait en sorte que la SFI n'investit pas assez dans les pays où les besoins de développement et d'additionnalité sont grands, les coefficients des variables de développement et d'additionnalité ne devraient plus être significatifs au moment où l'on ajoute cette variable. Le fait d'incorporer la variable de l'inertie dans les régressions diminue le biais de revenu en faveur des pays à revenu

intermédiaire et diminue l'influence positive de l'espérance de vie, mais ces variables restent toutefois significatives. L'influence positive des IDE disparaît toutefois. On peut donc conclure que dans une certaine mesure, l'inaptitude de la SFI à mettre l'accent sur les besoins de développement et de financement est partiellement due à son inertie.

Nous observons, dans notre étude, qu'il y a une diminution significative de l'inertie dans la période de la SFI 3.0 en comparaison à la SFI 2.0. C'est un résultat encourageant qui indique que la SFI commence peut-être à explorer des nouvelles opportunités en terrains méconnus. Cette constatation permet de reconnaître la réalisation de la stratégie 3.0, qui implique d'en faire davantage dans plusieurs pays où la SFI était inactive auparavant.

5.7 Coordination avec la Banque mondiale

Les résultats indiquent une certaine coordination entre les investissements de la SFI et les engagements financiers de la BIRD et de l'IDA; l'hypothèse H7 ne peut donc être rejetée. Bien que la différence de coefficient ne soit pas significative entre les périodes SFI 2.0 et SFI 3.0, une augmentation de coordination entre la BIRD et la SFI peut être observée à la période 3.0 en comparaison à la période 2.0. Cela est conforme aux attentes, car dans le cadre de la stratégie 3.0, pour créer des marchés là où ils sont inexistants, la SFI doit travailler en amont avec la BM afin d'implanter un environnement institutionnel de qualité, qui favorise les conditions nécessaires au succès du secteur privé.

5.8 Diversification des pays d'investissements

De plus, nous observons que la période 3.0 est caractérisée par une plus grande diversification des pays bénéficiaires, en comparaison à la période 2.0. Une plus grande diversification permet de réduire les risques macroéconomiques spécifiques aux pays pour la SFI. Runde *et al.* (2016) suggèrent d'ailleurs que la SFI prenne plus de risques en investissant dans des régions plus pauvres, mais qu'elle contrebalance ce risque accru en diversifiant davantage ses investissements. Nos résultats semblent donc confirmer que la SFI diversifie davantage ses investissements avec la nouvelle direction stratégique de la société. Il reste à voir si cela se traduira par l'ajout d'investissements dans les régions plus risquées et plus pauvres dans le futur. Pour le moment, ce ne semble pas être le cas.

5.9 Conclusions par rapport aux questions de recherche

- Quels sont les principaux déterminants d'allocation des investissements de la SFI dans les PED ?

En résumé, nos résultats ne démontrent pas que les besoins de développement économiques sont un déterminant fort des investissements de la SFI, en raison des effets non-linéaires du revenu observés, favorisant les pays à revenu intermédiaire. Alors que la population est un déterminant (malgré un effet non-linéaire observé), les besoins de développement humain et les considérations d'additionnalité financière ne le sont pas. La bonne gouvernance des pays bénéficiaires semble être un déterminant, qui revêt particulièrement de l'importance dans le cas de la qualité règlementaire. Les intérêts commerciaux et l'inertie bureaucratique de la SFI sont aussi d'importants déterminants de ses investissements selon nos résultats, alors que les intérêts propres de ses pays membres influents ne semblent pas être un facteur important.

- Les déterminants qui influencent l'allocation des investissements de la SFI correspondent-ils aux critères officiels énoncés de la SFI ?

Grâce à l'étude de ces déterminants qui influencent l'allocation des investissements de la SFI, nous constatons que l'institution respecte certains de ses critères énoncés alors que d'autres ne semblent pas respectés. Notamment, nos résultats suggèrent que la SFI n'observe que dans une moindre mesure son critère énoncé d'investir dans les pays les moins développés et qu'elle n'observe pas son critère d'additionnalité financière. Les résultats mettent en lumière qu'elle respecte les critères de gouvernance et le critère d'investir dans les entreprises rentables, comme un agent commercial. Nous constatons également que la SFI semble aussi respecter le fait de ne pas investir selon les intérêts propres de ses membres influents. Finalement, l'inertie bureaucratique dont souffre les investissements de la SFI ne fait évidemment pas partie du mandat de l'institution, et les résultats suggèrent que ce facteur a une influence de taille sur l'allocation de ses investissements.

- La SFI agit-elle davantage comme une institution de développement ou comme un investisseur commercial ?

Selon notre recherche, les déterminants d'allocation d'aide au développement et les déterminants d'allocation des investissements commerciaux ont une influence conjointe sur les investissements de la SFI. Cependant, nous remarquons que, dans son ensemble, la SFI semble

davantage investir comme un investisseur de nature commerciale plutôt que comme une institution de développement. Le fait que la société accumule des bénéfices nets qui atteignent en moyenne presque 1,2 milliards de dollars US annuellement (basé sur une moyenne des années 2005 à 2019) semble confirmer cette constatation. Bien sûr, la SFI se doit d'être viable financièrement. Mais il semble légitime de se questionner sur le niveau de rentabilité qui est réellement requis afin de pouvoir mener à bien ses objectifs. Il ne faudrait pas que l'objectif de rentabilité de la SFI se réalise au détriment de ses objectifs de développement, qui sont sa raison d'être initiale.

- Les choix d'allocation évoluent-ils au gré de la direction stratégique changeante de l'institution ?

Finalement, les changements principaux auxquels nous nous attendons avec la stratégie SFI 3.0 ne semblent pas se réaliser. Bien que la SFI semble respecter son engagement d'investir davantage en Afrique sub-saharienne avec la stratégie 3.0 et que l'inertie est un facteur moins important dans cette dernière période, nous n'observons pas davantage d'investissements dans les pays où les besoins de développement et où les besoins de financement sont plus grands. Les résultats suggèrent plutôt que la SFI investit moins selon les besoins depuis 2017, qu'elle prend relativement moins de risques et qu'elle favorise davantage les potentiels de rendement. Cependant, l'institution démontre une meilleure diversification de ses investissements, ce qui réduit aussi le risque, mais qui pourrait permettre, selon Runde *et al.* (2016), d'investir davantage dans les pays plus pauvres dans le futur. Ces résultats sont somme toute surprenants étant donné que le mandat de la nouvelle stratégie est de « créer des nouveaux marchés là où ils n'existent pas ». La tendance qui est observée ne suggère pas que la SFI crée de nouveaux marchés.

Conclusion

Les institutions financières du développement (IFD) prennent une place de plus en plus importante sur la scène internationale afin de réaliser le Programme de développement durable pour 2030, en dynamisant le secteur privé des PED. Les objectifs des IFD étant de générer des résultats pour le développement tout en étant rentable, il semble pertinent de se pencher plus attentivement sur les motivations qui guident leurs choix d'investissement. L'objectif de cette recherche est d'étudier les déterminants d'allocation des investissements de la Société financière internationale (SFI), la plus importante IFD. Le mandat officiel de la SFI est de favoriser la croissance du secteur privé dans les pays les moins développés, où les capitaux commerciaux ne sont pas suffisamment disponibles à des conditions raisonnables. Toutefois, d'autres facteurs peuvent motiver les choix de l'institution internationale, comme l'impératif de rentabilité auquel elle est soumise, ainsi que des considérations de gouvernance, d'intérêts de ses actionnaires principaux et d'inertie bureaucratique institutionnelle.

Afin d'analyser les facteurs qui influencent les choix d'investissement de la SFI, nous avons réalisé une étude économétrique en utilisant des données de panel par pays entre les années 2000 à 2020 inclusivement. Différentes méthodes d'estimation propres à la littérature sur l'allocation de l'aide au développement ont été utilisées, comme un modèle tobit, un modèle à deux étapes de Cragg et un modèle de sélection de Heckman.

Les résultats de notre étude suggèrent que la SFI favorise les pays à revenu moyen et les pays où les niveaux de développement humain sont élevés quant à l'allocation de ses investissements. Elle investit également davantage dans les pays qui reçoivent des flux relativement importants d'investissements directs étrangers. La SFI ne semble donc pas privilégier, comme le voudrait son mandat, ni les régions les moins développées ni les pays où l'accès au financement est difficile.

Notre recherche démontre que la SFI investit davantage comme une institution de financement commerciale qui cherche à maximiser les rendements et à réduire le risque de son portefeuille, plutôt que comme une organisation qui a été créée afin de réaliser des objectifs de développement international. Celle-ci investit davantage dans les pays où les potentiels de rendement sont plus attrayants et où le risque réglementaire est plus faible.

Un faible fardeau réglementaire étant également un indicateur de qualité de la gouvernance, nous concluons que la SFI respecte les directives de la Banque mondiale afin d'allouer ses efforts vers les pays qui offrent une plus grande probabilité de succès, soit les pays qui ont une meilleure gouvernance. En ce qui a trait à la théorie de l'intérêt du donateur de l'aide au développement, les résultats n'indiquent pas que la SFI alloue ses investissements selon les intérêts commerciaux ou politiques de ses actionnaires.

La société démontre cependant une forte inertie dans l'allocation de ses investissements. Cette inertie peut être expliquée par une culture bureaucratique quelque peu paralysante au sein de l'institution, rendant le changement difficile. On observe qu'une fois l'inertie des investissements prise en compte, l'impact des autres déterminants est diminué dans le modèle économétrique.

Notre étude ne permet pas de conclure que l'implantation récente de la stratégie nommée « SFI 3.0 » apporte des changements significatifs pour les choix d'investissement de l'organisation, si ce n'est que la SFI semble prendre moins de risques et se préoccupe encore moins des besoins de développement et d'accès au financement.

Somme toute, nos résultats sont surprenants considérant que la SFI est une institution de la Banque mondiale, dont l'objectif est d'éradiquer la pauvreté extrême dans le monde. Notre étude suggère que la SFI devrait davantage se concentrer sur les régions du monde les moins développées et où les besoins d'additionnalité sont grands, afin de réaliser les objectifs de développement pour lesquels elle a été fondée.

La stratégie 3.0 en est à ses premières années et la pandémie du coronavirus en a probablement freiné la mise en œuvre. Nous pouvons donc peut-être espérer que la SFI saura prendre les actions nécessaires pour implanter les changements institutionnels requis afin de prioriser le développement, tel que le stipule sa nouvelle stratégie officielle. L'injection prévue de 5,5 milliards de dollars en nouveau capital par ses actionnaires, qui se fera au cours des prochaines années, devrait donner des moyens supplémentaires à l'institution pour ce faire.

Dans la littérature économique, relativement peu d'attention a été portée à l'étude des déterminants des investissements des IFD et de la SFI en particulier. L'une des raisons principales est le manque d'accessibilité aux données des investissements des IFD. Il n'existe pas, en effet, de base de données consolidée regroupant les investissements des IFD. De plus, la base de

données qui regroupe les investissements de la SFI n'est disponible que depuis tout récemment sur le site *Open Finances* de la Banque mondiale. Les quelques études précédentes sur la SFI, comme celles de Kenny *et al.* (2018a) et de Dreher *et al.* (2019), avaient construit elles-mêmes leurs bases de données des investissements de la SFI à partir des rapports annuels de l'institution. De plus, bien que la base de données sur les projets de la SFI soit maintenant disponible, les informations qui y sont contenues sont assez limitées. Ainsi, la base de données ne contient pas, par exemple, les montants investis par d'autres investisseurs dans les projets dans lesquels la SFI a investi. Elle ne contient pas, non plus, les informations relatives à la sélection des projets *ex-ante*, ni à l'évaluation de ceux-ci *ex-post*. Ces éléments seraient importants à étudier afin de mieux cerner les motivations de la SFI et le succès qu'elle obtient dans l'atteinte de ses objectifs de développement. Étant donné l'importance significative des opérations des IFD pour le développement international, il semble légitime d'exiger une plus grande transparence de la part de ces organisations.

La période limitée d'observations disponible sur la base de données des projets de la SFI constitue également une limite à notre recherche. Il aurait été utile d'analyser les investissements de l'institution avant l'an 2000. La période pré-2000 étant caractérisée par la stratégie de la SFI 1.0, il aurait été intéressant de voir les changements dans les déterminants des investissements de l'institution entre cette période et la période post-2000. Une autre limite tient au fait que la période de la SFI 3.0 est récente : ses activités ne s'échelonnent que sur quatre années, dont l'une d'elles est caractérisée par la crise du coronavirus qui plus est. Il est donc difficile d'obtenir des résultats concluants sur les changements associés à cette récente stratégie. Il serait intéressant de pouvoir refaire cette étude dans quelques années, lorsque la stratégie 3.0 sera implantée depuis plusieurs années. Il serait aussi intéressant d'étudier les déterminants des investissements de la SFI, mais avec des données de panel à trois dimensions, qui intègrent des variables, non seulement sur les pays, mais également sur les secteurs d'activités spécifiques où la SFI investit, dans chacun des pays.

Finalement, notre recherche contribue à combler un manque important dans la littérature sur les déterminants qui orientent les investissements des IFD. Ce sujet est pertinent, car les facteurs qui motivent les choix d'investissement des IFD ont un impact sur la réalisation des objectifs de développement international de celles-ci. En ce sens, une recherche future pourrait examiner les déterminants qui ont le plus d'importance pour l'atteinte des objectifs spécifiques de la SFI.

Bibliographie

- Acemoglu, D., & Verdier, T. (1998). Property Rights, Corruption and the Allocation of Talent: A General Equilibrium Approach. *The Economic Journal*, 108(450), 1381-1403.
<https://doi.org/10.1111/1468-0297.00347>
- United Nations Department of Economic and Social Affairs. (2019). *World Economic Situation and Prospects 2019*.
- African Development Bank, Asian Development Bank, European Bank for Reconstruction and Development, European Investment Bank, Inter-American Development Bank, International Monetary Fund, & World Bank Group. (2015). *From billions to trillions: Transforming development finance. Post-2015 financing for development: Multilateral development finance*. World Bank. <https://pubdocs.worldbank.org/en/622841485963735448/DC2015-0002-E-FinancingforDevelopment.pdf>
- Agarwal, R. (1997). Foreign portfolio investment in some developing countries: A study of determinants and macroeconomic impact. *Indian Economic Review*, 217-229.
- Alesina, A., & Dollar, D. (2000). Who Gives Foreign Aid to Whom and Why? *Journal of Economic Growth*, 5(1), 33-63. <https://doi.org/10.1023/A:1009874203400>
- Alsan, M., Bloom, D. E., & Canning, D. (2006). The effect of population health on foreign direct investment inflows to low- and middle-income countries. *World Development*, 34(4), 613-630.
<https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2005.09.006>
- Amore, M. D., & Murtinu, S. (2019). Tobit models in strategy research: Critical issues and applications. *Global Strategy Journal*.
- Bandura, R. (2017). Rethinking private capital for development. *Center for Strategic and International Studies*.
- Basílio, M. S. (2014). The Determinants of Multilateral Development Banks' Participation in Infrastructure Projects. *Journal of Infrastructure Development*, 6(2), 83-110.
<https://doi.org/10.1177/0974930614564991>

- Berthélemy, J.-C. (2006). Bilateral Donors' Interest vs. Recipients' Development Motives in Aid Allocation: Do All Donors Behave the Same? [Article]. *Review of Development Economics*, 10(2), 179-194. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9361.2006.00311.x>
- Berthélemy, J.-C., & Tichit, A. (2004). Bilateral donors' aid allocation decisions—a three-dimensional panel analysis. *International Review of Economics & Finance*, 13(3), 253-274. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.iref.2003.11.004>
- Beschloss, A. (2019). The role of institutional investors in development. In: World Bank Group.
- Bird, G., & Rowlands, D. (2001). IMF lending: how is it affected by economic, political and institutional factors? *Journal of Economic Policy Reform*, 4(3), 243-270.
- Blonigen, B. A. (2005). A Review of the Empirical Literature on FDI Determinants. *Atlantic Economic Journal*, 33(4), 383-403. <https://doi.org/10.1007/s11293-005-2868-9>
- Broccolini, C., Lotti, G., Maffioli, A., Presbitero, A. F., & Stucchi, R. (2021). Mobilization effects of multilateral development banks. *The World Bank Economic Review*, 35(2), 521-543.
- Bräutigam, D. (2000). Foreign aid and the politics of participation in economic policy reform *Public Administration and Development*, 20(3), 253-264. [https://doi.org/https://doi.org/10.1002/1099-162X\(200008\)20:3](https://doi.org/https://doi.org/10.1002/1099-162X(200008)20:3)
- Buchanan, B., Le, Q. V., & Rishi, M. (2012). Foreign direct investment and institutional quality: Some empirical evidence. *International Review of Financial Analysis*, 21(C), 81-89.
- Burnside, C., & Dollar, D. (2000). Aid, Policies, and Growth. *American Economic Review*, 90(4), 847-868. (American Economic Review)
- Cameron, A. C., & Trivedi, P. K. (2010). *Microeconometrics using stata* (Vol. 2). Stata press College Station, TX.
- Carter, P., Van de Sijpe, N., & Calel, R. (2021). The elusive quest for additionality. *World Development*, 141, 105393.
- CIA. *The World Factbook*. Retrieved 6 oct. 2021 from <https://www.cia.gov/the-world-factbook/countries/>

- Comité permanent des affaires étrangères et du développement international du Canada. (2018). *Focused, independent and patient: Building a world-class Canadian development finance institution* (Report of the Standing Committee on Foreign Affairs and International Development, Issue 42nd Parliament, 1st session).
- Convergence. (2018). Who is the private sector? Key considerations for mobilizing institutional capital through blended finance. In.
- Cragg, J. G. (1971). Some statistical models for limited dependent variables with application to the demand for durable goods. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 829-844.
- Crozier, M. (1963). *Le Phénomène bureaucratique*. Le Seuil.
- De Vita, G., & Kyaw, K. S. (2008). Determinants of capital flows to developing countries: a structural VAR analysis. *Journal of Economic Studies*.
- Dellis, K., Sondermann, D., & Vansteenkiste, I. (2017). Determinants of FDI inflows in advanced economies: Does the quality of economic structures matter?
- Denizer, C., Kaufmann, D., & Kraay, A. (2011). Good Countries or Good Projects? Macro and Micro Correlates of World Bank Project Performance. *Journal of Development Economics*, 105. <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2013.06.003>
- Dima, B., Barna, F., & Nachescu, M.-L. (2018). Does rule of law support the capital market? *Economic research-Ekonomska istraživanja*, 31(1), 461-479.
- Djankov, S., McLiesh, C., & Shleifer, A. (2007). Private credit in 129 countries. *Journal of financial Economics*, 84(2), 299-329.
- Dollar, D., & Levin, V. (2006). The Increasing Selectivity of Foreign Aid, 1984-2003. *World Development*, 34(12), 2034-2046.
- Dowling, J. M., & Hiemenz, U. (1985). Biases in the allocation of foreign aid: Some new evidence. *World Development*, 13(4), 535-541. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0305-750X\(85\)90055-5](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0305-750X(85)90055-5)
- Dreher, A., Lang, V. F., & Richert, K. (2019). The political economy of International Finance Corporation lending [Article]. *Journal of Development Economics*, 140, 242-254. <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2019.05.003>

- Dreher, A., Nunnenkamp, P., & Thiele, R. (2011). Are 'new' donors different? Comparing the allocation of bilateral aid between nonDAC and DAC donor countries. *World Development*, 39(11), 1950-1968.
- Dreher, A., Nunnenkamp, P., Öhler, H., & Weisser, J. (2012). Financial dependence and aid allocation by Swiss NGOs: A panel Tobit analysis. *Economic Development and Cultural Change*, 60(4), 829-867.
- Dreher, A., Z. Eichenauer, V., & Gehring, K. (2014). Geopolitics, aid and growth. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2290915>
- Dudley, L., & Montmarquette, C. (1976). A model of the supply of bilateral foreign aid. *The American Economic Review*, 132-142.
- EBRD. (2012). *Multilateral development banks principles to support sustainable private sector operations*. M. W. g. c. b. EBRD'. <https://www.ebrd.com/downloads/news/mdb.pdf>
- Éthier, D. (2010). *Introduction aux relations internationales* (Presses de l'Université de Montréal, Ed. 4e ed.).
- Feeny, S., & McGillivray, M. (2008). What Determines Bilateral Aid Allocations? Evidence From Time Series Data [<https://doi.org/10.1111/j.1467-9361.2008.00443.x>]. *Review of Development Economics*, 12(3), 515-529. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1467-9361.2008.00443.x>
- Fleck, R. K., & Kilby, C. (2006). World Bank Independence: A Model and Statistical Analysis of US Influence [<https://doi.org/10.1111/j.1467-9361.2006.00314.x>]. *Review of Development Economics*, 10(2), 224-240. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1467-9361.2006.00314.x>
- Franks, D. M., & Vanclay, F. (2013). Social Impact Management Plans: Innovation in corporate and public policy. *Environmental Impact Assessment Review*, 43, 40-48. <https://doi.org/10.1016/j.eiar.2013.05.004>
- Freedom House. Retrieved 3 Sept. 2021 from <https://freedomhouse.org/>
- Fuchs, A., Dreher, A., & Nunnenkamp, P. (2014). Determinants of Donor Generosity: A Survey of the Aid Budget Literature. *World Development*, 56, 172-199. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2013.09.004>

- Gamso, J., & Nelson, R. C. (2019). Does partnering with the World Bank shield investors from political risks in less developed countries? [Article]. *Journal of World Business*, 54(5), 11, Article 100997. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2019.100997>
- Gani, A. (2007). Governance and foreign direct investment links: evidence from panel data estimations. *Applied economics letters*, 14(10), 753-756.
- Garcia, E. C. (2000). The official financing to development. The world bank group [Article]. *Revista De Economia Mundial*(3), 67-+.
- Garcia-Sanchez, I. M., Gomez-Miranda, M. E., David, F., & Rodriguez-Ariza, L. (2019a). Analyst coverage and forecast accuracy when CSR reports improve stakeholder engagement: The Global Reporting Initiative-International Finance Corporation disclosure strategy [Article]. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(6), 1392-1406. <https://doi.org/10.1002/csr.1755>
- Garcia-Sanchez, I. M., Gomez-Miranda, M. E., David, F., & Rodriguez-Ariza, L. (2019b). Board independence and GRI-IFC performance standards: The mediating effect of the CSR committee. *Journal of Cleaner Production*, 225, 554-562. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2019.03.337>
- Glick, R., & Hutchison, M. (2011). Currency Crises. *Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper Series*, 22. <https://doi.org/10.24148/wp2011-22>
- Globerman, S., & Shapiro, D. (2002). Global foreign direct investment flows: The role of governance infrastructure. *World development*, 30(11), 1899-1919.
- Gurara, D., Klyuev, V., Mwase, N., & Presbitero, A. F. (2018). Trends and challenges in infrastructure investment in developing countries. *International Development Policy/ Revue internationale de politique de développement* (10.1).
- Hainz, C., & Kleimeier, S. (2012). Political risk, project finance, and the participation of development banks in syndicated lending. *Journal of Financial Intermediation*, 21(2), 287-314.
- Hamadeh, N., Van Rompaey, C., & Metreau, E. (1 Juil.2021). New World Bank country classifications by income level: 2021-2022. *Data Blog*. <https://blogs.worldbank.org/opendata/new-world-bank-country-classifications-income-level-2021-2022>

- Hamid, J., & Tenev, S. (2008). Transforming China's Banks: the IFC's experience [Article]. *Journal of Contemporary China*, 17(56), 449-468. <https://doi.org/10.1080/10670560802000225>
- Harrigan, J., & Wang, C. (2011). A New Approach to the Allocation of Aid Among Developing Countries: Is the USA Different from the Rest? *World Development*, 39(8), 1281-1293. (World Development)
- Harrigan, J., Wang, C., & El-Said, H. (2004). The economic and political determinants of IMF and World Bank lending in the Middle East and North Africa. *World Development*, 34, 247-270. <https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2005.07.016>
- Heredia, L., Bartletta, S., Carrubba, J., Frankle, D., McIntyre, C., Palmisani, E., . . . Sheridan, B. (2021). *The \$100 trillion machine* (Global Asset Management 2021, Issue. Boston Consulting Group.
- Hsiao, C. (2005). Why panel data? *The Singapore Economic Review*, 50(02), 143-154.
- IFC. (2002). *Annual report 2002: Investing in a sustainable private sector*. https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/publications_ext_content/ifc_external_publication_site/publications_listing_page/annual+report+2002
- IFC. (2011). *International Finance Institutions and Development Through the Private Sector: A joint report of 31 multilateral and bilateral development finance institutions*.
- IFC. (2020a). *Annual report 2020: Transformation*. International Finance Corporation. https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/corp_ext_content/ifc_external_corporate_site/annual+report-2020/download/ifc-ar-2020-download
- IFC. (2020b). *IFC Articles of Agreement*. Retrieved 9 Septembre 2021 from https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/corp_ext_content/ifc_external_corporate_site/about+ifc_new/ifc+governance/articles/about+ifc+-+ifc+articles+of+agreement
- IFC. (n.d.-a). *IFC: the first six decades. Leading the way in private sector development*.
- IFC. (n.d.-b). *Our products and services*. Retrieved 30 mars 2021 from https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/corp_ext_content/ifc_external_corporate_site/solutions/products+and+services
- IMF. (2021a). *IMF Data: Direction of trade statistics (DOTS)*. Retrieved 4 oct. 2021 from <https://data.imf.org>

- IMF. (2021b). *World Economic Outlook Database*. Retrieved 4 Oct. 2021 from <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2021/October>
- IMF, World Bank, & World Trade Organization. (2017). *Making trade an engine of growth for all: The case for trade and for policies to facilitate adjustment*.
- Isenman, P. (1976). Biases in aid allocations against poorer and larger countries. *World Development*, 4(8), 631-641.
- Jaax, A. (2020). Private sector development and provincial patterns of poverty: Evidence from Vietnam. *World Development*, 127, 104747. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2019.104747>
- Jefferis, K. R. (1995). THE DEVELOPMENT OF STOCK MARKETS IN SUB-SAHARAN AFRICA [Article]. *South African Journal of Economics*, 63(3), 346-363.
- Jensen, N. M. (2003). Democratic governance and multinational corporations: Political regimes and inflows of foreign direct investment. *International organization*, 57(3), 587-616.
- Kaufmann, D., & Kraay, A. *Worldwide Governance Indicators*. World Bank. Retrieved 29 sept. 2021 from <https://info.worldbank.org/governance/wgi/>
- Kaufmann, D., Kraay, A., & Mastruzzi, M. (2010). The worldwide governance indicators: Methodology and analytical issues. *World Bank policy research working paper*(5430).
- Kenny, C., Kalow, J., & Ramachandran, V. (2018a). *Inside IFC's portfolio: Does it do enough in low-income countries?* (CGD Policy Paper, Issue. <https://www.cgdev.org/publication/insideportfolio-international-finance-corporation-does-ifc-do-enough-low-income>
- Kenny, C., Morris, S., & Ramachandran, V. (30 juillet 2018). Does the IFC capital increase add up? <https://www.cgdev.org/blog/does-ifc-capital-increase-add>
- Kenny, C., & Ramachandran, V. (2018b). Inside the IFC's portfolio: The IFC responds. <https://www.cgdev.org/blog/inside-ifcs-portfolio-ifc-responds>
- Kenny, C., Ramachandran, V., & Snyder, M. (2018c). Yes, the IFC should do more in middle income countries. But which ones? <https://www.cgdev.org/blog/yes-ifc-should-do-more-middle-income-countries-which-ones>

- Kenny, C., & Yang, G. (2020). Measuring the Development Impact of the IFC and Development Finance.
- Kilby, C. (2000). Supervision and performance: the case of World Bank projects. *Journal of Development Economics*, 62(1), 233-259.
- Kilby, C., & Dreher, A. (2010). The impact of aid on growth revisited: Do donor motives matter? *Economics Letters*, 107(3), 338-340.
- Knack, S., & Keefer, P. (1995). Institutions and economic performance: cross-country tests using alternative institutional measures. *Economics & Politics*, 7(3), 207-227.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of financial economics*, 58(1-2), 3-27.
- Lavelle, K. C. (2000). The International Finance Corporation and the emerging market funds industry. *Third World Quarterly*, 21(2), 193-213.
- Leo, B., & Moss, T. J. (2016). *Inside the Portfolio of the Overseas Private Investment Corporation*. Center for Global Development.
- Maizels, A., & Nissanke, M. K. (1984). Motivations for aid to developing countries. *World Development*, 12(9), 879-900. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0305-750X\(84\)90046-9](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0305-750X(84)90046-9)
- Martens, B., Mummert, U., Murrell, P., & Seabright, P. (2002). The Institutional Economics of Foreign Aid. [http://lst-iiep.iiep-unesco.org/cgi-bin/wwwi32.exe/\[in=epidoc1.in\]/?t2000=022283/\(100\)](http://lst-iiep.iiep-unesco.org/cgi-bin/wwwi32.exe/[in=epidoc1.in]/?t2000=022283/(100)). <https://doi.org/10.1017/CBO9780511492563>
- Massa, I. (2011). *Impact of multilateral development finance institutions on economic growth*. Overseas Development Institute. <https://odi.org/en/publications/impact-of-multilateral-development-finance-institutions-on-economic-growth/>
- McGillivray, M. (2003). Modelling Aid Allocation: Issues, Approaches and Results. *Journal of Economic Development*, 28(1), 171-188.
- McGillivray, M. (2004). Descriptive and prescriptive analyses of aid allocation: Approaches, issues, and consequences. *International Review of Economics & Finance*, 13(3), 275-292. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.iref.2003.11.005>

- McGillivray, M., & Oczkowski, E. (1992). A two-part sample selection model of British bilateral foreign aid allocation. *Applied Economics*, 24(12), 1311-1319.
<https://doi.org/https://doi.org/10.1080/00036849200000091>
- McGillivray, M., & White, H. (1993). *Explanatory studies of aid allocation among developing countries: a critical survey*. <https://ideas.repec.org/p/ems/euriss/18942.html>
- McKinlay, R. D., & Little, R. (1977). A Foreign Policy Model of U.S. Bilateral Aid Allocation. *World Politics*, 30(1), 58-86. <https://doi.org/10.2307/2010075>
- McKinlay, R. D., & Little, R. (1978a). A Foreign-Policy Model of the Distribution of British Bilateral Aid, 1960-70. *British Journal of Political Science*, 8(3), 313-331.
- McKinlay, R. D., & Little, R. (1978b). The French Aid Relationship: A Foreign Policy Model of the Distribution of French Bilateral Aid, 1964-70. *Development and Change*, 9(3), 459-478.
- McKinley, R. D., & Little, R. (1979). The US Aid Relationship: A Test of the Recipient Need and the Donor Interest Models. *Political Studies*, 27(2), 236-250. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9248.1979.tb01201.x>
- MIGA. (2013). *World investment and political risk*.
- Moody's Investors Service. (2008). *International Finance Corporation (IFC) - Aaa stable: Annual credit analysis* (Issuer In-depth, Issue).
- Moody's Investors Service. (2020). *International Finance Corporation (IFC) - Aaa stable: Annual credit analysis* (Issuer In-depth, Issue).
- Moreno Blesa, L. (2015). The ICSID arbitration and its contribution to development in the light of direct investments in emerging markets [Article]. *Iberoamerican Journal of Development Studies*, 4(1), 74-97.
- Mosley, P. (1981). Models of the Aid Allocation Process: A Comment on McKinlay and Little. *Political Studies*, 29(2), 245-253. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9248.1981.tb00491.x>
- Mothe, S., & Pontemayor, F. (2016). The complementarities of Chinese and Western development finance in sub-Saharan Africa [Article]. *African Review of Economics and Finance-Aref*, 8(1), 78-105.

- Mundy, K., & Menashy, F. (2014). Investing in private education for poverty alleviation: The case of the World Bank's International Finance Corporation [Article]. *International Journal of Educational Development*, 35, 16-24. <https://doi.org/10.1016/j.ijedudev.2012.06.005>
- Neumayer, E. (2003a). The determinants of aid allocation by regional multilateral development banks and United Nations agencies. *International Studies Quarterly*, 47(1), 101-122.
- Neumayer, E. (2003b). *The pattern of aid giving: The impact of good governance on development assistance* (1st ed.). Routledge [https://doi.org/https://doi.org/10.4324/9780203986837](https://doi.org/10.4324/9780203986837)
- Nonay, C. (2021, 3 dec. 2021). Joining forces as one World Bank Group. *The Water Blog*. <https://blogs.worldbank.org/water/joining-forces-one-world-bank-group>
- Noorbakhsh, F., Paloni, A., & Youssef, A. (2001). Human capital and FDI inflows to developing countries: New empirical evidence. *World development*, 29(9), 1593-1610.
- North, D. C. (1981). *Structure and Change in Economic History*. W.W. Norton & Co.,. <https://doi.org/10.1177/003232928201100416>
- North, D. C. (1990). *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. Cambridge University Press. [https://doi.org/DOI: 10.1017/CBO9780511808678](https://doi.org/DOI:10.1017/CBO9780511808678)
- Nunnenkamp, P. (2002). *Determinants of FDI in developing countries: has globalization changed the rules of the game?* <https://EconPapers.repec.org/RePEc:zbw:ifwkwp:1122>
- OCDE. *L'aide publique au développement (APD)*. Retrieved 20 nov. 2021 from <https://www.oecd.org/fr/cad/financementpourledeveloppementdurable/normes-financement-developpement/aide-publique-au-developpement.htm>
- OCDE. Recettes brutes des pays en développement. In.
- OCDE. (2015). *Coopération pour le développement 2014: Mobiliser les ressources au service du développement durable*. É. OCDE.
- OCDE. (2017). *Development co-operation report 2017: Data for development*. O. Publishing.
- OCDE. (2021a). *Qu'est-ce que l'APD?* (Aide publique au développement (APD), Issue.
- OCDE. (2021b). *Statistics on resource flows to developing countries*. Retrieved 10 Octobre 2021 from <https://www.oecd.org/dac/financing-sustainable-development/development-finance-data/statisticsonresourceflowstodevelopingcountries.htm>

- OCDE. (2021c). *The OECD DAC blended finance guidance* (Best practices in development co-operation, Issue).
- OCDE. (2021d). *Total Official Support for Sustainable Development (TOSSD)*. Retrieved 5 mai 2021 from <https://tossd.online>
- Parent, D. (2018). Endogénéité - Séances 4 et 5. Notes de cours, HEC Montréal.
- Pineau, P. O. (2007). How sustainable is policy incoherence? A rationalist policy analysis of the Cameroonian electricity reform. *Journal of Cleaner Production*, 15(2), 166-177.
<https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2005.09.002>
- Pistor, K. (2009). Rethinking the law and finance paradigm. *BYU L. Rev.*, 1647.
- Rammal, H., & Zurbrugg, R. (2006). The impact of regulatory quality on intra-foreign direct investment flows in the ASEAN markets. *International Business Review*, 15, 401-414.
<https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2006.05.001>
- Runde, D. F., Savoy, C. M., Carter, P., Lemma, A., & te Velde, D. W. (2016). *Development finance institutions come of age: Policy engagement, impact and new directions*.
<https://www.csis.org/analysis/development-finance-institutions-come-age>
- Runde, D. F., & Milner, A. (2019). *Development finance institutions: Plateaued growth, increasing need*. <https://www.csis.org/analysis/development-finance-institutions-plateaued-growth-increasing-need>
- Scale, T. P. T. (2021). Retrieved 3 sept. 2021 from <https://www.politicalerrorscale.org/>
- Schneider, F., & Frey, B. (1985). Economic and political determinants of foreign direct investment. *World Development*, 13(2), 161-175.
- Seck, S. L. (2016). Indigenous Rights, Environmental Rights, or Stakeholder Engagement? Comparing IFC and OECD Approaches to Implementation of the Business Responsibility to Respect Human Rights [Article]. *McGill International Journal of Sustainable Development Law and Policy*, 12(1), 47-91.
- Spratt, S., & Collins, L. R. (2012). Development finance institutions and infrastructure. *Private Infrastructure Development Group*.
- Sullivan, P. L., Tessman, B. F., & Li, X. (2011). US military aid and recipient state cooperation. *Foreign Policy Analysis*, 7(3), 275-294.

- Suryadarma, D., & Suryahadi, A. (2007). *The impact of private sector growth on poverty reduction: Evidence from Indonesia*. The SMERU Research Institute.
- Te Velde, D. W. (2011). *The role of development finance institutions in tackling global challenges*. London: ODI.
- Te Velde, D. W., Massa, I., & Mendez-Parra, M. (2016). *The macroeconomic effects of development finance institutions in sub-Saharan Africa*. Overseas Development Institute.
<https://odi.org/en/publications/the-macroeconomic-effects-of-development-finance-institutions-in-sub-saharan-africa/>
- Te Velde, D. W., & Warner, M. (2007). The use of subsidies by Development Finance Institutions in the infrastructure sector. *ODI Project Briefing*, 2, 31-54.
- The PRS Group. *ICRG Methodology*.
- The PRS Group. *The International Country Risk Guide (ICRG)*. Retrieved 3 sept. 2021 from <https://www.prsgroup.com/explore-our-products/international-country-risk-guide/>
- Tobin, J. (1958). Estimation of relationships for limited dependent variables. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 24-36.
- Torrise, C. R. (1985). The determinants of direct foreign investment in a small LDC. *Journal of Economic Development*, 10(1), 29-45.
- Tsoutsoulides, C. (1991). The determinants of the geographical allocation of EC aid to the developing countries. *Applied Economics*, 23(4), 647-658.
- U.S Bureau of Economic Analysis. *Gross Domestic Product: Implicit Price Deflator [GDPDEF]*. Federal Reserve Bank of St. Louis. Retrieved 4 oct. 2021 from <https://fred.stlouisfed.org/series/GDPDEF>
- U.S Department of State. (2007). *Report to Congress: Section 1206(f) of the 2006 National Defense Authorization Act*. <https://2001-2009.state.gov/t/pm/rls/rpt/spec/90867.htm>
- UNCTAD. *UNCTAD STAT*. Retrieved 4 oct. 2021 from <https://unctadstat.unctad.org/wds/ReportFolders/reportFolders.aspx>
- UNCTAD. (2014). *Investing in the SDGs: An action plan* (World Investment Report, Issue).
- UNCTAD. (2020). *2020 Handbook of statistics*. <https://unctad.org/statistics>

- United Nations. (2002). *Monterrey consensus on financing for development* International Conference on Financing for Development, Monterrey, Mexico.
- USAID. *U.S. Overseas Loans and Grants: Obligations and Loan Authorizations, July 1, 1945–September 30, 2019*. <https://foreignassistance.gov/reports>
- Wai, U. T., & Wong, C. h. (1982). Determinants of private investment in developing countries. *The Journal of Development Studies*, 19(1), 19-36.
- Wei, S.-J., & Shleifer, A. (2000). Local corruption and global capital flows. *Brookings papers on economic activity*, 2000(2), 303-354.
- Wittenberg, M. S. V. (2020). *Achieving the 2030 agenda: Can development finance institutions make the impossible possible? Empirical analysis of the relationship of rule of law and the mobilization of private investments through development finance institutions towards the 2030 agenda* [Lund University]. <https://lup.lub.lu.se/student-papers/search/publication/9001068>
- Wooldridge, J. (2012). *Introductory econometrics: A modern approach*. Nelson Education, Michigan State. In.
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric analysis of cross section and panel data*. MIT press.
- World Bank. *Enterprise Surveys: The biggest obstacle*. Retrieved 11 Nov. 2021 from <https://www.enterprisesurveys.org/en/data/exploretopics/biggest-obstacle>
- World Bank. *World Bank Group Finances*. Retrieved 3 Dec. 2021 from <https://finances.worldbank.org/>
- World Bank. *World Development Indicators*. Retrieved 29 sept. 2021 from <https://datatopics.worldbank.org/world-development-indicators/>
- World Bank. (1998). *Assessing aid: What works, what doesn't, and why* (A World Bank policy research report, Issue. Oxford University Press. <http://hdl.handle.net/10986/5981>
- World Bank. (2017). *Maximizing finance for development: Leveraging the private sector for growth and sustainable development*. D. Committee.
- World Bank. (2018). *Multilateral development banks' harmonized framework for additionality in private sector operations*.
- World Bank Group. (2003). *Origins of the International Finance Corporation (IFC)* (World Bank Group Archives Exhibit Series, Issue.

- World Bank Group. (2018). *Sustainable Financing for sustainable development: World Bank Group capital package proposal* (Report to governors at 2018 spring meetings, Issue).
https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/280f4d9f-b889-4918-9eb2-bab6fc57c2f3/WBG+capital+package_post+DC+release.pdf?MOD=AJPERES&CVID=muWJ8zA
- World Bank Group. (2020). *World Bank Group welcomes U.S. approval of IFC capital increase*
https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/news_ext_content/ifc_external_corporate_site/news+and+events/20200328-stmt-ifc-ci
- Wright, C. (2012). Global Banks, the Environment, and Human Rights: The Impact of the Equator Principles on Lending Policies and Practices. *Global Environmental Politics*, 12(1), 56-+.
https://doi.org/10.1162/GLEP_a_00097

Annexe A

Tableau A: Catégorisation de revenue selon la Banque mondiale, en date du 1^{er} juillet 2021

Catégorie	PIB/habitant en \$US courants
Faible revenu	< 1 046
Revenu intermédiaire de la tranche inférieure	1 046 - 4 095
Revenu intermédiaire de la tranche supérieure	4 096 - 12 695
Revenu Élevé	> 12 695

Source: 'New world country classifications by income level: 2021-2022', World Bank Blogs 2021

<https://blogs.worldbank.org/opendata/new-world-bank-country-classifications-income-level-2021-2022>

Annexe B

Les 5 principes communs qui définissent les opérations de banques multilatérales de développement dans le secteur privé

EBRD. (2012). *Multilateral development banks principles to support sustainable private sector operations*. MDB Working group chaired by EBRD. <https://www.ebrd.com/downloads/news/mdb.pdf>

- 1) **L'additionnalité** : tel que décrit dans la section 1.3.2 du texte
- 2) **L'effet d'entraînement** : Les investissements des IFD doivent catalyser le développement des marchés financiers dans les PED et attirer et mobiliser les ressources de la finance commerciale ou des investisseurs privés.

Les IFD peuvent créer l'effet d'entraînement de plusieurs manières. Premièrement, en supportant des transactions dans les PED, elles créent un effet de démonstration en démontrant que ce type d'investissement est réalisable et peut rapporter un rendement positif. Ainsi, elles promouvoient la réplique de leurs types d'investissement par d'autres acteurs du secteur privé. Ensuite, par la syndication de transactions, ou en limitant leur apport d'investissement dans un projet X, ils permettent à d'autres acteurs du secteur financier privé de participer au financement de transactions tout en bénéficiant de l'expertise des IFD. Finalement, les IFD utilisent des produits de garanties, d'assurance et autres instruments de partage de risque, afin de mitiger la perception de risque politique et de risque de crédit auprès du capital privé.

- 3) **La durabilité commerciale** : Les IFD doivent s'assurer que les activités du secteur privé qu'elles supportent sont durables, et qu'elles pourront continuer leurs opérations après le financement qu'elles reçoivent. Elles ne doivent pas créer de situation de dépendance, et le but de leur investissement est que leurs clients soient viables financièrement et puissent utiliser du financement commercial par la suite. Afin de se faire, les IFD doivent donc évaluer la viabilité à long-terme des entreprises et des secteurs qu'elles financent. Elles doivent également utiliser une référence de marché appropriée, qui reflète bien le risque de l'investissement, pour établir un taux pour un prêt notamment.
- 4) **Le renforcement des marchés** : Le financement apporté par les IFD doit adresser les défaillances des marchés, pour les rendre plus efficaces et efficaces, mais il ne doit pas déformer ces marchés ni évincer les financiers privés. Par exemple, si les IFD investissent dans un projet de concert avec des ressources concessionnelles, elles doivent s'assurer que la subvention est justifiée, par un échec institutionnel par exemple, et que cette subvention disparaît aussitôt qu'elle n'est plus nécessaire. De plus, les IFD ne doivent pas favoriser un groupe d'acteurs particuliers versus d'autres.

- 5) **La promotion de standards élevés** : Les IFD doivent promouvoir l'adoption de hauts standards de la part des entreprises qu'elles financent, tant sur le plan de la gouvernance que sur le plan environnemental et d'inclusion sociale. Leurs choix d'investissement doivent refléter, entre autres, l'importance de l'intégrité et de la transparence. Ceci est critique afin d'attirer le capital privé, mais aussi afin de renforcer la durabilité commerciale des projets.

Annexe C

Tableau C: Échelle de cotes pour niveaux d'inflation annuelle et croissance du PIB

Inflation annuelle (%) ▾	Croissance du PIB (%) ▾↓	Cote
< 2,0	6,0 et plus	10
2,0 à 2,9	5,0 à 5,9	9.5
3,0 à 3,9	4,0 à 4,9	9
4,0 à 5,9	3,0 à 3,9	8.5
6,0 à 7,9	2,5 à 2,9	8
8,0 à 9,9	2,0 à 2,4	7.5
10,0 à 11,9	1,5 à 1,9	7
12,0 à 13,9	1,0 à 1,4	6.5
14,0 à 15,9	0,5 à 0,9	6
16,0 à 18,9	0,0 à 0,4	5.5
19,0 à 21,9	-0,1 à -0,4	5
22,0 à 24,9	-0,5 à -0,9	4.5
25,0 à 30,9	-1,0 à -1,4	4
31,0 à 40,9	-1,5 à -1,9	3.5
41,0 à 50,9	-2,0 à -2,4	3
51,0 à 65,9	-2,5 à -2,9	2.5
66,0 à 80,9	-3,0 à -3,4	2
81,0 à 95,9	-3,5 à -3,9	1.5
96,0 à 110,9	-4,0 à -4,9	1
111,0 à 129,9	-5,0 à -5,9	0.5
130,0 et plus	-6,0 et moins	0

Source: Inspiré de la méthodologie ICRG, The PRS Group