ISSN: 2658-8455
Volume 7, Issue 13 (2026), pp. 733-753.
© Authors: CC BY-NC-ND

IJAFAME
International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management & Economics

Impact des événements de crédit sur la notation souveraine

Impact of Credit Events on Sovereign Ratings

Konan Kévin YAO, *(Ph.D Student)*
Faculté d'Economie Quantitative & Statistique
Ecole Nationale Supérieure de Statistique et de l'Economie Appliquée (ENSEA), Abidjan

Brou Emmanuel AKA, *(Professeur Titulaire, Directeur de thèse)*
Faculté des Sciences Economiques et de Gestion
Université Félix Houphouet Boigny Cocody, Abidjan

Adresse de correspondance :	Faculté des Sciences Economiques et Statistique -ENSEA, Abidjan, Côte d'Ivoire, +225 0708178652
Déclaration de divulgation :	Les auteurs n'ont pas connaissance de quelconque financement qui pourrait affecter l'objectivité de cette étude. Ils assument l'entière responsabilité de tout éventuel plagiat, de l'usage de l'intelligence artificielle dans la rédaction, ainsi que des résultats présentés dans cet article.
Conflit d'intérêts :	Les auteurs ne signalent aucun conflit d'intérêts.
Citer cet article	YAO, K. K., & AKA, B. E. (2026). Impact des événements de crédit sur la notation souveraine. *International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics*, *7*(13), 733–753. https://doi.org/10.5281/zenodo.23581335
Licence	**Cet article est publié en open Access sous licence CC BY-NC-ND**

Received: 29/09/2026 *Accepted: 31/10/2026*

Impact des événements de crédit sur la notation souveraine

Résumé

Cet article analyse l'effet des événements de crédit sur la notation souveraine des États. L'étude utilise un panel annuel équilibré de 70 pays sur la période 2013-2020, soit 560 observations, à partir de données relatives aux défauts de paiement et aux restructurations de dette souveraine auprès des créanciers privés. La variable de traitement prend la valeur 1 pendant la période de restructuration post-défaut et 0 en dehors de cette période. La notation souveraine correspond à la moyenne des scores attribués par Moody's, Standard & Poor's (S&P) et Fitch, convertis sur une échelle de 17 valeurs. L'estimation repose sur l'approche Augmented Inverse Probability Weighting (AIPW), qui permet d'estimer l'effet moyen du traitement sous l'hypothèse d'indépendance conditionnelle aux covariables observées. Les résultats indiquent un effet moyen de −8,089 points, contre une moyenne estimée de 10,934 points dans le scénario contrefactuel sans traitement. Ils suggèrent une détérioration de la notation souveraine associée à la restructuration post-défaut, sous réserve des hypothèses d'identification. Des analyses complémentaires par projections locales à cinq ans et selon l'hétérogénéité régionale et macroéconomique examinent la sensibilité des résultats. Ces conclusions soulignent l'importance d'anticiper les conséquences des événements de crédit sur la signature souveraine et l'accès aux marchés internationaux de capitaux.

Mots clés : notation souveraine, Dette Souveraine, Défaut, Restructuration, Effet de Traitement Moyen, Augmented Inverse Propensity Weighted
JEL Classification *:* G24, G15, C14,C32, F21, F34, H63
Type du papier : Recherche empirique

Abstract

This article examines the effect of credit events on sovereign ratings. The study uses a balanced annual panel of 70 countries over the period 2013–2020, comprising 560 observations, based on data on sovereign defaults and debt restructurings with private creditors. The treatment variable takes a value of 1 during the post-default debt restructuring period and 0 outside this period. The sovereign rating variable is the average of the ratings assigned by Moody's, Standard & Poor's (S&P), and Fitch, converted into numerical scores on a 17-point scale. The estimation relies on the Augmented Inverse Probability Weighting (AIPW) approach, which estimates the average treatment effect under the assumption of conditional independence given observed covariates. The results indicate an average treatment effect of −8.089 points, compared with an estimated mean of 10.934 points in the counterfactual scenario without treatment. These findings suggest a deterioration in sovereign ratings associated with post-default debt restructuring, subject to the model's identification assumptions. Additional analyses using five-year local projections and accounting for regional and macroeconomic heterogeneity examine the sensitivity of the results. These findings highlight the importance of anticipating the consequences of credit events for sovereign creditworthiness and access to international capital markets.

Keywords: Sovereign Rating, Sovereign Debt, Credit Event, Default, Debt Restructuring, Average Treatment Effect, Augmented Inverse Probability Weighting (AIPW).
Classification JEL : G24, G15, C14,C32, F21, F34, H63
Paper type: Empirical Research

ISSN: 2658-8455
Volume 7, Issue 13 (2026), pp. 733-753.
© Authors: CC BY-NC-ND
IJAFAME
International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management & Economics

1. Introduction

La notation souveraine constitue un instrument important d'évaluation du risque de crédit des États. Attribuée par les agences spécialisées, elle synthétise leur appréciation de la capacité et de la volonté d'un gouvernement à honorer ses engagements financiers. Elle contribue à l'information des investisseurs et peut influencer les conditions auxquelles les États accèdent aux marchés internationaux de capitaux. Elle intervient également dans la détermination des conditions de financement des entreprises, notamment dans les économies émergentes, où la solvabilité souveraine peut constituer une référence importante pour l'évaluation du risque de crédit privé (Ferri et al., 2001 ; Borensztein et al., 2013).

Les défauts de paiement et les restructurations de dette souveraine soulèvent, dans ce contexte, une question importante : comment les agences de notation évaluent-elles la qualité de crédit d'un État engagé dans un processus de renégociation de sa dette ? Un événement de crédit peut signaler une détérioration de la capacité de remboursement, une modification des perspectives budgétaires ou une rupture dans les relations entre le débiteur souverain et ses créanciers. Toutefois, la relation entre ces événements et la notation n'est pas nécessairement univoque. La dégradation de la situation économique peut précéder aussi bien le défaut que la révision de la note, tandis que la restructuration peut, dans certaines circonstances, contribuer à rétablir la soutenabilité de la dette. Il importe donc de distinguer la dégradation de la notation associée à la période de détresse de l'effet propre que l'on peut attribuer à l'événement de crédit.

Les travaux consacrés à la notation souveraine ont notamment étudié le rôle des fondamentaux macroéconomiques, budgétaires et institutionnels. Cantor et Packer (1996) analysent les déterminants des notations souveraines, tandis que Mellios et Paget-Blanc (2006) examinent les facteurs économiques et financiers associés aux évaluations des agences. D'autres recherches s'intéressent aux conséquences des défauts et des restructurations sur les économies concernées. Asonuma et Trebesch (2016) étudient les restructurations de dette souveraine avec les créanciers privés et leurs conséquences économiques. Das et al. (2012) analysent également les dynamiques associées aux épisodes de restructuration. Ces travaux soulignent l'importance de considérer conjointement la situation économique du débiteur, les caractéristiques de la restructuration et les réactions des créanciers.

Malgré ces apports, l'identification de la relation entre les événements de crédit et la notation souveraine demeure délicate. Les pays qui entrent en restructuration présentent généralement des caractéristiques économiques et financières différentes de celles des pays qui ne connaissent pas de tels épisodes. En outre, la dégradation de la notation peut précéder la restructuration, ce qui complique l'interprétation causale de la relation observée. Une comparaison directe des notes entre observations traitées et non traitées risque ainsi de confondre l'effet associé à l'événement de crédit avec les difficultés qui ont contribué à son déclenchement. La présente étude aborde cette difficulté en mobilisant un estimateur augmenté par pondération inverse de la probabilité de traitement (Augmented Inverse Probability Weighting, AIPW), qui combine un modèle de probabilité de traitement et un modèle de résultat. L'interprétation causale de l'estimation reste toutefois conditionnée à la validité des hypothèses d'identification, notamment l'indépendance conditionnelle aux covariables observées et la présence d'un support commun suffisant. La question centrale de cette recherche est la suivante : dans quelle mesure un événement de crédit défini comme une restructuration post-défaut avec des créanciers privés est-il associé à une modification de la notation souveraine, compte tenu des caractéristiques observées des pays ? Deux questions complémentaires sont examinées : la relation estimée varie-t-elle selon les groupes régionaux retenus dans l'échantillon ? Présente-t-elle des différences selon la conjoncture macroéconomique, caractérisée dans l'étude par les phases d'expansion et de récession ?

Pour répondre à ces questions, l'étude utilise un panel annuel de 70 pays couvrant la période 2013-2020, soit 560 observations pays-années. Le traitement est représenté par une variable indicatrice égale à un pendant le processus de restructuration post-défaut et à zéro autrement. La notation souveraine est convertie en une échelle numérique de 17 niveaux. L'estimation principale repose sur l'approche AIPW. Des analyses complémentaires mobilisant les projections locales sur un horizon de cinq ans et des découpages régionaux et conjoncturels sont également présentées afin d'examiner la dynamique et les différences éventuelles de la relation estimée.

L'apport de cette étude réside dans l'application d'une approche d'évaluation d'impact à l'analyse de la notation souveraine pendant le processus de restructuration post-défaut. Elle examine la relation entre l'événement de crédit et la notation à partir d'une définition du traitement qui couvre la période de restructurationn, plutôt que de se limiter à la seule date d'entrée dans le processus. Elle complète cette estimation par l'examen de la dynamique temporelle et de variations selon les groupes étudiés. Ces choix permettent de documenter une dimension particulière de la relation entre événements de crédit et notation souveraine, sans prétendre éliminer l'ensemble des problèmes d'endogénéité ni établir une identification causale indépendante des hypothèses retenues.

L'analyse repose sur trois hypothèses de recherche. Premièrement, les événements de crédit sont associés à une dégradation de la notation souveraine, toutes choses observées égales par ailleurs. Deuxièmement, l'ampleur de cette relation peut varier selon la conjoncture macroéconomique. Troisièmement, elle peut différer entre les groupes régionaux considérés. Les deux dernières hypothèses sont des hypothèses d'hétérogénéité à examiner empiriquement ; elles ne supposent pas, a priori, que les effets sont identiques entre groupes.

Le reste de l'article est organisé comme suit. La section 2 présente les fondements théoriques et la littérature empirique sur les déterminants de la notation souveraine et les conséquences des événements de crédit. La section 3 décrit les données, les variables et la stratégie économétrique. La section 4 présente et discute les résultats de l'estimation principale ainsi que les analyses complémentaires. Enfin, la conclusion synthétise les principaux résultats, expose les limites de l'étude et propose des pistes de recherche.

2. Revue de littérature

Les événements de crédit souverain peuvent affecter la perception du risque associé à un État et, par conséquent, la notation qui lui est attribuée par les agences spécialisées. Toutefois, cette relation ne se réduit pas à un effet mécanique du défaut ou de la restructuration. Elle dépend notamment de la situation macroéconomique et budgétaire du pays, de son historique de remboursement, de la nature de l'accord conclu avec les créanciers et de la manière dont les agences interprètent les perspectives de remboursement. La présente revue de littérature examine les fondements théoriques de cette relation, les principaux déterminants de la notation souveraine, les résultats empiriques relatifs aux défauts et aux restructurations, ainsi que les sources possibles d'hétérogénéité.

2.1. Fondements théoriques du lien entre événements de crédit et notation souveraine

La notation souveraine vise à synthétiser l'appréciation du risque de crédit associé aux engagements financiers d'un État. Elle renseigne les investisseurs sur la capacité et la volonté du souverain à honorer ses obligations. Elle constitue également un signal d'information dans un environnement où les investisseurs ne disposent pas nécessairement des mêmes informations sur les fondamentaux économiques, budgétaires et institutionnels des pays emprunteurs. Rhee (2015) souligne notamment le rôle des agences de notation dans la réduction des asymétries d'information et dans l'orientation des décisions d'investissement.

ISSN: 2658-8455
Volume 7, Issue 13 (2026), pp. 733-753.
© Authors: CC BY-NC-ND
IJAFAME
International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management & Economics

Un premier mécanisme reliant les événements de crédit à la notation souveraine concerne la **capacité de remboursement**. Un défaut de paiement ou une restructuration postérieure au défaut peut révéler que les ressources financières disponibles ne permettent plus à l'État de respecter les conditions initiales de sa dette. L'événement peut ainsi conduire les agences à réévaluer les perspectives de remboursement, en tenant compte de la situation budgétaire, de la croissance économique et des conditions de financement. Toutefois, l'événement de crédit ne constitue pas nécessairement une information entièrement nouvelle : les difficultés ayant conduit au défaut peuvent déjà être observées dans les indicateurs économiques et avoir été intégrées, au moins partiellement, dans la notation antérieure.

Un deuxième mécanisme repose sur la réputation financière et la volonté de payer**.** L'historique des défauts et des décisions de politique économique peut modifier l'appréciation du risque par les créanciers et les agences. Mellios et Paget-Blanc (2006) identifient notamment l'historique des défauts et la corruption parmi les facteurs associés à la notation souveraine. Un événement de crédit peut donc être interprété comme un signal de fragilité financière, mais son effet dépend aussi de la capacité des autorités à restaurer la confiance, à négocier avec les créanciers et à mettre en œuvre une trajectoire budgétaire crédible.

Un troisième mécanisme concerne les pertes supportées par les créanciers et les conditions de restructuration. Une restructuration modifie les conditions contractuelles de remboursement et peut entraîner des pertes pour les détenteurs de titres. L'ampleur de ces pertes, la durée des négociations et les modalités de l'accord sont susceptibles d'influencer l'évaluation du risque souverain. Cruces et Trebesch (2013) mettent en évidence l'importance de la sévérité des restructurations dans l'analyse de leurs conséquences. Il convient néanmoins de distinguer les coûts supportés par les créanciers des critères effectivement utilisés par les agences : les premiers peuvent contribuer à l'évaluation du risque, mais ils ne permettent pas, à eux seuls, de déterminer l'ampleur d'une modification de notation.

Enfin, les institutions et la qualité de la gouvernance peuvent conditionner la réaction des agences. Des institutions capables de mettre en œuvre des réformes, d'améliorer la mobilisation des recettes publiques et de stabiliser les finances de l'État peuvent contribuer à une restauration de la crédibilité après une crise. À l'inverse, une faible capacité institutionnelle peut prolonger les incertitudes relatives au remboursement. Ces mécanismes suggèrent que l'effet d'un événement de crédit sur la notation dépend à la fois de la détérioration révélée par l'événement et des perspectives de redressement qui lui succèdent.

Ainsi, le cadre conceptuel retenu repose sur une chaîne de mécanismes : l'événement de crédit révèle ou confirme une difficulté de remboursement, modifie les anticipations relatives aux pertes et à la réputation du souverain, puis peut conduire à une révision de la notation. L'intensité de cette révision est susceptible de varier selon les fondamentaux économiques et institutionnels du pays.

2.2. Les principaux déterminants de la notation souveraine

La littérature identifie plusieurs catégories de facteurs susceptibles d'expliquer les différences de notation entre pays. Ces facteurs comprennent les caractéristiques macroéconomiques, la situation budgétaire et extérieure, l'historique de remboursement ainsi que la qualité des institutions.

Sur le plan macroéconomique, le revenu par habitant renseigne sur le niveau de développement et la capacité productive de l'économie. La croissance économique peut contribuer à élargir les ressources disponibles pour le service de la dette, tandis qu'une inflation élevée peut signaler des déséquilibres macroéconomiques. Feder et Uy (1985), Monfort et Mulder (2000), ainsi qu'Afonso (2003), figurent parmi les travaux mobilisés dans le manuscrit pour discuter les déterminants de la notation souveraine. Ces variables ne doivent cependant pas être interprétées

isolément : leur influence dépend du contexte économique et de leur interaction avec les autres caractéristiques du pays.

La situation budgétaire constitue une deuxième dimension importante. Le niveau d'endettement, les recettes publiques et la capacité de mobilisation des ressources influencent les possibilités de remboursement. Un ratio d'endettement élevé peut accroître les inquiétudes concernant la soutenabilité de la dette, mais son interprétation dépend également de la capacité de l'État à générer des recettes, des perspectives de croissance et des conditions auxquelles il peut se financer. Il importe donc de ne pas assimiler automatiquement un niveau élevé de dette à une incapacité de remboursement.

La dimension extérieure complète cette analyse. Les recettes en devises, les conditions de change et l'épargne domestique peuvent influencer la capacité d'un pays à honorer ses engagements, particulièrement lorsque sa dette comporte une composante libellée en monnaie étrangère. Mellios et Paget-Blanc (2006) mettent en évidence le rôle de plusieurs variables économiques et financières dans l'explication des notations souveraines, notamment les recettes publiques, les variations du taux de change réel, l'épargne domestique et l'inflation.

Enfin, les facteurs institutionnels et l'historique de remboursement contribuent à l'appréciation du risque. Les antécédents de défaut, la stabilité des politiques économiques et la qualité de la gouvernance peuvent influencer la confiance accordée au souverain. La notation ne dépend donc pas uniquement des performances économiques courantes : elle reflète également une appréciation des risques futurs et de la capacité des autorités à maintenir une trajectoire financière soutenable.

Pour la présente recherche, ces déterminants sont importants à deux titres. D'une part, ils permettent de comprendre pourquoi les notations diffèrent entre les pays. D'autre part, certains d'entre eux peuvent être associés à la fois à la survenue d'un événement de crédit et à la notation souveraine. Leur prise en compte est donc pertinente dans l'analyse empirique, sans garantir à elle seule l'élimination de tous les biais de sélection ou de variables omises.

2.3. Les effets des défauts et des restructurations sur la notation souveraine : résultats empiriques

Les travaux antérieurs établissent un lien entre les difficultés de remboursement et la notation souveraine, mais ils diffèrent par leur période d'observation, leur échantillon, la nature des événements étudiés et la méthode d'analyse utilisée.

Benjamin et Wright (2009) analysent les délais de négociation des restructurations de dette souveraine. À partir d'une base couvrant plusieurs épisodes de défaut souverain, ils montrent que les négociations peuvent être longues et que leur issue ne conduit pas nécessairement à une réduction immédiate du poids de la dette. Leurs travaux mettent ainsi en évidence les difficultés liées aux négociations entre les États débiteurs et leurs créanciers. Cette contribution permet de souligner que les conséquences d'un défaut ne se limitent pas à la conclusion d'un accord, mais concernent également la durée du processus de restructuration.

Les travaux consacrés aux notations souveraines et aux marchés financiers apportent un éclairage complémentaire. Cantor et Packer (1996) montrent que les notations souveraines sont étroitement liées aux spreads de crédit et que les annonces de modification des opinions des agences peuvent influencer les rendements obligataires. Ferreira et Gama (2007) étudient, quant à eux, les effets de débordement des annonces de notation souveraine sur les marchés boursiers internationaux. Leurs résultats mettent en évidence une réaction négative des rendements boursiers de pays tiers à la suite d'une dégradation de notation, alors que les relèvements ne produisent pas d'effet significatif comparable dans leur analyse. Ces résultats soulignent l'importance des annonces de notation dans la transmission internationale de l'information financière. Ils doivent néanmoins être distingués de la question étudiée dans le présent article, qui porte sur l'effet des événements de crédit sur la notation souveraine elle-même.

ISSN: 2658-8455
Volume 7, Issue 13 (2026), pp. 733-753.
© Authors: CC BY-NC-ND
IJAFAME
International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management & Economics

Das et al. (2012) s'intéressent aux restructurations de dette souveraine et à l'évolution de la notation autour de ces épisodes. Les éléments rapportés dans le manuscrit indiquent que la notation peut se dégrader avant la restructuration, puis évoluer favorablement après celle-ci. Cette dynamique est essentielle pour l'interprétation de la relation étudiée. La baisse précédant l'accord peut refléter l'anticipation des difficultés de remboursement, tandis qu'une amélioration ultérieure peut être compatible avec une réduction de l'incertitude ou une perspective de stabilisation de la dette. Il ne faut donc pas présumer que la notation évolue de façon uniforme pendant toutes les phases d'un événement de crédit.

Asonuma et Trebesch (2016) analysent les restructurations de dette souveraine avec des créanciers privés et contribuent à distinguer les épisodes de restructuration selon leurs caractéristiques. Leurs travaux, ainsi que ceux de Trebesch et Zabel (2017), sont également mobilisés dans la littérature sur les conséquences économiques des restructurations postérieures au défaut. Ces recherches éclairent le contexte dans lequel les événements de crédit surviennent et leurs coûts potentiels. Toutefois, les effets observés sur les performances macroéconomiques ne peuvent pas être assimilés directement à un effet sur la notation : cette dernière constitue une variable distincte, déterminée par l'évaluation du risque de crédit.

Les études portant sur les conséquences financières des notations apportent un éclairage complémentaire. Elles montrent que les révisions de notation peuvent être associées à des réactions des marchés financiers. Il convient cependant de distinguer deux relations : l'effet des événements de crédit sur la notation et l'effet des modifications de notation sur les conditions de financement. La présente recherche porte principalement sur la première relation. En l'absence d'une estimation directe des spreads ou des primes de risque dans le modèle étudié, ces conséquences financières ne doivent pas être présentées comme des résultats empiriques établis par notre analyse.

La confrontation de ces travaux fait apparaître une difficulté centrale : la dégradation de la notation peut précéder l'événement de crédit, l'accompagner ou se prolonger après celui-ci. En conséquence, une association négative entre restructuration et notation ne suffit pas à établir que la totalité de la dégradation observée est provoquée par la restructuration. Les difficultés macroéconomiques et budgétaires qui conduisent au défaut peuvent également influencer la notation. Cette difficulté justifie de distinguer l'association descriptive de l'effet que l'on cherche à attribuer à l'événement de crédit.

2.4. Hétérogénéité régionale et conjoncture macroéconomique

L'effet d'un événement de crédit sur la notation souveraine peut varier selon les caractéristiques des pays et leur environnement économique. Les fondamentaux, les capacités institutionnelles, la structure de la dette et les conditions d'accès aux marchés internationaux ne sont pas identiques d'une région à l'autre. Une même situation d'endettement peut ainsi être interprétée différemment selon les perspectives de croissance, les ressources budgétaires et la capacité de l'État à mettre en œuvre des mesures correctrices.

Les travaux sur les déterminants des notations souveraines soulignent notamment l'importance des variables macroéconomiques et institutionnelles. Mellios et Paget-Blanc (2006) mettent en évidence le rôle de facteurs économiques et de gouvernance, tandis que les travaux portant sur les restructurations montrent que leurs conséquences dépendent des caractéristiques de l'épisode et des conditions dans lesquelles il intervient. Ces résultats invitent à ne pas supposer que l'effet moyen observé sur l'ensemble d'un échantillon s'applique de manière identique à tous les pays.

La conjoncture macroéconomique constitue une autre source possible d'hétérogénéité. En période de ralentissement, la diminution des recettes publiques et la détérioration des perspectives de croissance peuvent renforcer les inquiétudes concernant le remboursement de

la dette. À l'inverse, une conjoncture plus favorable peut faciliter la stabilisation des finances publiques et améliorer les perspectives de redressement. Ces mécanismes fournissent une justification théorique à l'examen de différences éventuelles entre les périodes d'expansion et de récession.
Ces arguments ne permettent toutefois pas de conclure à l'existence d'effets régionaux ou conjoncturels différenciés sans résultats empiriques suffisamment informatifs. Ils justifient plutôt de considérer ces dimensions comme des sources potentielles d'hétérogénéité à examiner dans les analyses complémentaires de l'étude. L'interprétation des résultats doit notamment tenir compte du nombre d'événements observés dans chaque sous-groupe, car une faible représentation des pays traités peut limiter la portée des comparaisons régionales.

2.5. Synthèse de la littérature et hypothèses de recherche

La littérature examinée met en évidence trois enseignements. Premièrement, la notation souveraine dépend d'un ensemble de déterminants économiques, budgétaires, extérieurs et institutionnels. Deuxièmement, les défauts et les restructurations peuvent modifier l'appréciation du risque souverain, mais la relation observée est compliquée par le fait que les difficultés de remboursement et la dégradation de la notation peuvent se produire avant l'événement lui-même. Troisièmement, les effets potentiels peuvent varier selon les caractéristiques des pays et la conjoncture macroéconomique.
Malgré ces apports, une difficulté empirique subsiste : isoler l'effet associé à l'événement de crédit des différences préexistantes entre les pays qui connaissent une restructuration post-défaut et ceux qui n'en connaissent pas au cours de la période étudiée. La contribution de la présente recherche consiste à examiner cette relation dans un panel de 70 pays observés annuellement entre 2013 et 2020, en mobilisant un estimateur AIPW et des analyses complémentaires. L'originalité revendiquée porte donc sur l'application de cette stratégie à la question étudiée et sur l'analyse des résultats obtenus, et non sur l'invention de la méthode AIPW.
À partir de cette synthèse, trois hypothèses sont formulées :
H1 : Les événements de crédit définis comme des restructurations postérieures au défaut avec des créanciers privés sont associés à une dégradation de la notation souveraine.
H2 : L'association entre les événements de crédit et la notation souveraine varie selon la conjoncture macroéconomique, notamment entre les périodes d'expansion et de récession.
H3 : L'association entre les événements de crédit et la notation souveraine diffère selon les régions.
Ces hypothèses orientent l'analyse empirique sans préjuger de leur validation. En particulier, l'interprétation causale de l'effet moyen estimé dépend des hypothèses d'identification de la méthode employée, de la qualité des variables observées et de la comparabilité des groupes étudiés. La section suivante présente les données, les variables et la stratégie économétrique retenues pour examiner ces hypothèses.

3. Méthodologie de recherche

3.1. Description des données

L'étude repose sur un panel annuel équilibré de 70 pays observés sur la période 2013-2020, soit 560 observations pays-années. La variable de traitement, notée Rest_post-défaut, vaut 1 pour les observations pays-années correspondant à une période de restructuration postérieure à un défaut avec des créanciers privés, selon la définition retenue, et 0 autrement. La présence d'un pays dans l'échantillon ne signifie donc pas que toutes ses observations annuelles sont traitées. La répartition des observations traitées par région présentée au tableau 2 doit être interprétée à partir du codage effectif de cette variable.

ISSN: 2658-8455
Volume 7, Issue 13 (2026), pp. 733-753.
© Authors: CC BY-NC-ND
IJAFAME
International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management & Economics

Les données relatives aux défauts et aux restructurations de dette souveraine proviennent des sources documentaires citées, notamment Asonuma et Trebesch (2016) et les rapports du FMI (2020). Elles concernent les restructurations auprès de créanciers privés étrangers et ne couvrent pas nécessairement les restructurations réalisées avec les créanciers officiels dans le cadre du Club de Paris. La couverture des épisodes sur l'ensemble de la période 2013-2020 dépend de la disponibilité et de l'actualisation des sources utilisées.

La variable Rest_post-défaut est binaire : elle prend la valeur 1 pendant la période de restructuration postérieure au défaut, conformément à la définition retenue dans l'étude, et 0 en dehors de cette période. Lorsque plusieurs restructurations interviennent au cours d'une même année, une seule observation traitée est retenue selon la convention de codage appliquée.

L'échantillon couvre six régions : l'Europe occidentale, l'Europe de l'Est, l'Amérique latine, l'Afrique subsaharienne, le Moyen-Orient et l'Afrique du Nord (MENA), ainsi que l'Asie. La variation de Rest_post-défaut permet de distinguer les observations traitées des observations non traitées qui contribuent à la construction du contrefactuel.

La variable dépendante est la notation souveraine, construite à partir des scores numériques attribués par Moody's, Standard & Poor's (S&P) et Fitch. Pour l'estimation principale, le score utilisé correspond à la moyenne de ces trois agences, chacune étant convertie sur une échelle numérique commune de 17 niveaux. Dagong est présentée dans les statistiques descriptives lorsqu'une observation est disponible, mais n'entre pas dans la moyenne utilisée pour l'estimation AIPW.

Les pays sont répartis en six régions : Europe occidentale, Europe de l'Est, MENA, Afrique subsaharienne, Amérique latine et Asie. La variable dépendante est le score moyen des notations de Moody's, Fitch et S&P, converties sur une échelle numérique commune de 17 niveaux. Cette définition est celle utilisée dans l'estimation AIPW.

Les notes souveraines sont publiées sous forme de symboles alphanumériques correspondant à des catégories de risque de crédit. Pour les besoins de l'analyse, ces catégories sont converties en scores numériques sur une échelle commune de 17 niveaux, conformément à la convention de conversion retenue dans l'étude.

Certains principaux déterminants de la notation souveraine ont été énumérés par plusieurs auteurs tels que Feder et Uy (1985), Monfort et Mulder (2000), Afonso (2003).

Le choix des variables explicatives repose sur les enseignements de la littérature théorique et empirique relative à la notation souveraine, aux crises de dette souveraine ainsi qu'aux déterminants du risque pays. Les agences de notation évaluent généralement la capacité et la volonté d'un État à honorer ses engagements financiers à travers un ensemble d'indicateurs macroéconomiques, budgétaires, extérieurs et institutionnels (Cantor et Packer, 1996 ; Mellios et Paget-Blanc, 2006).

Les variables macroéconomiques retenues sont le PIB par habitant, la croissance du PIB par habitant, le taux de chômage et le taux d'inflation. Le PIB par habitant est considéré comme un indicateur du niveau de développement économique et de la capacité productive d'un pays. Les économies présentant un revenu par habitant élevé disposent généralement d'une plus grande capacité à mobiliser des ressources fiscales et à assurer le service de leur dette, ce qui devrait exercer un effet positif sur la notation souveraine. De même, une croissance économique soutenue améliore les perspectives budgétaires futures et réduit le risque de défaut, conduisant ainsi à une amélioration de la notation souveraine.

À l'inverse, un taux de chômage élevé traduit des fragilités économiques et sociales susceptibles de réduire les recettes fiscales, d'accroître les dépenses publiques et de compromettre la soutenabilité des finances publiques. Son impact attendu sur la notation souveraine est donc négatif. De même, l'inflation constitue un indicateur de stabilité macroéconomique. Une inflation élevée reflète généralement des déséquilibres macroéconomiques, une perte de

crédibilité de la politique économique et une détérioration de l'environnement des affaires, ce qui est susceptible d'entraîner une dégradation de la notation souveraine.
Les variables budgétaires comprennent le ratio de dette de l'administration centrale rapportée aux recettes publiques ainsi que le solde extérieur. Le ratio dette/recettes publiques permet d'apprécier directement la capacité de remboursement de l'État. Un niveau élevé de dette relativement aux ressources budgétaires traduit une vulnérabilité financière accrue et augmente le risque de difficultés de paiement. Par conséquent, un effet négatif sur la notation souveraine est attendu. Le solde extérieur constitue quant à lui un indicateur de la capacité d'un pays à générer les devises nécessaires au remboursement de sa dette extérieure. Une amélioration du solde extérieur devrait contribuer à renforcer la solvabilité extérieure du pays et à améliorer sa notation.
Enfin, la littérature récente accorde une importance croissante aux variables institutionnelles et politiques dans l'évaluation du risque souverain. L'historique des défauts souverains est retenu afin de capter les effets de réputation. Selon les théories de la réputation souveraine développées notamment par Eaton et Gersovitz (1981), les pays ayant connu des épisodes de défaut ou de restructuration présentent généralement un risque perçu plus élevé par les investisseurs et les agences de notation. Un effet négatif est donc attendu.
L'efficacité gouvernementale et la stabilité politique sont également introduites afin de mesurer la qualité des institutions. Une administration efficace favorise la mise en œuvre des politiques publiques, améliore la gestion des finances publiques et renforce la crédibilité des engagements de l'État. De même, un environnement politique stable réduit l'incertitude et améliore la prévisibilité des politiques économiques. Les travaux récents de Goel et Singh (2025), Hasan, Hossain et Jiang (2024) ainsi que Ben Hmiden et al. (2024) soulignent que les facteurs institutionnels et sociopolitiques constituent désormais des déterminants majeurs des notations souveraines. Un effet positif de ces deux variables sur la notation souveraine est donc attendu.
Ainsi, l'ensemble des variables retenues permet de couvrir les principales dimensions prises en compte par les agences de notation dans l'évaluation du risque souverain, à savoir la performance économique, la soutenabilité budgétaire, la solvabilité extérieure, l'historique de crédit ainsi que la qualité des institutions et de la gouvernance.

3.2. Modélisation de la probabilité de traitement et du résultat

Cette section présente la stratégie économétrique utilisée pour analyser la relation entre les événements de crédit et la notation souveraine.
Les événements de crédit surviennent souvent dans un contexte de détresse macroéconomique ou après plusieurs chocs. Le processus de restructuration est donc susceptible d'être endogène, ce qui complique l'identification de son effet sur la notation souveraine.
Le biais de simultanéité peut se combiner à celui de variables omises qui influencent à la fois la notation souveraine et la survenue d'une restructuration. En l'absence d'un instrument exogène ou d'une expérience naturelle permettant d'isoler la décision de restructuration, l'étude mobilise une méthode d'évaluation d'impact fondée sur les covariables observées. La variable de traitement vaut 1 pendant le processus de restructuration post-défaut et 0 en dehors de cette période. Cette définition diffère d'une approche qui ne retiendrait que la date d'entrée dans le processus.
Cette définition permet d'examiner la notation pendant l'ensemble de la période de restructuration, du début du processus jusqu'à sa conclusion selon le codage retenu. L'estimateur principal est l'effet moyen du traitement (Average Treatment Effect, ATE), défini comme la différence moyenne entre la notation potentielle avec traitement et celle qui aurait prévalu sans traitement. Cette interprétation repose sur les hypothèses d'identification présentées ci-dessous.
(1). Notations

ISSN: 2658-8455
Volume 7, Issue 13 (2026), pp. 733-753.
© Authors: CC BY-NC-ND
IJAFAME
International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management & Economics

•i désigne le pays et t l'année ; R_{it} est la notation souveraine observée.
• $D_{it} \in \{0,1\}$ est l'indicatrice de traitement : $D_{it} = 1$ pendant la période de restructuration post-défaut définie dans l'étude, et $D_{it} = 0$ en dehors de cette période.
• $R_{it}(1)$ et $R_{it}(0)$ désignent respectivement les résultats potentiels avec traitement et sans traitement.
• X_{it} représente les covariables du modèle de résultat ; Z_{it} représente les variables utilisées dans le modèle du score de propension.
• $e_{it} = P(D_{it} = 1 \mid Z_{it})$ est le score de propension estimé ; $\hat{m}_1(X_{it})$ et $\hat{m}_0(X_{it})$ sont les résultats conditionnels estimés respectivement pour D = 1 et D = 0.
• N désigne le nombre total d'observations pays-années. Les sommes sur i et t peuvent être remplacées par une somme unique sur les N observations.

2. Résultats potentiels et effet moyen du traitement

(2) $\tau_{it} = R_{it}(1)-R_{it}(0)$

Cette équation mesure l'effet individuel de la restructuration post-défaut sur la notation souveraine du pays i à la période t, en comparant la notation potentielle avec traitement à celle qui aurait été observée en l'absence de traitement.

L'effet individuel du traitement est défini comme la différence entre les résultats potentiels avec et sans traitement. Pour une même observation, un seul de ces résultats est observé ; l'autre est contrefactuel.

(3) $\{R_{it}(1), R_{it}(0)\} \perp D_{it} \mid X_{it}$

Cette hypothèse suppose qu'après contrôle des caractéristiques observables des pays, l'exposition au traitement est indépendante des résultats potentiels. Elle permet ainsi de justifier l'identification de l'effet du traitement à partir des covariables observées. L'hypothèse d'indépendance conditionnelle suppose que, conditionnellement aux covariables observées, l'assignation au traitement est indépendante des résultats potentiels. Cette hypothèse ne peut pas être vérifiée directement et n'exclut pas un biais lié à des facteurs non observés.

(4) $ATE = E[R_{it}(1)-R_{it}(0)]$

ATE correspond à l'effet moyen du traitement dans la population étudiée.

Cette équation définit l'effet moyen du traitement (ATE). Elle vise à mesurer l'effet moyen des restructurations post-défaut sur la notation souveraine dans l'ensemble de la population étudiée

(5) $R_{it} = \alpha + \tau D_{it} + X_{it}'\beta + u_{it}$

Cette équation représente une régression linéaire avec indicatrice de traitement et covariables. Elle est présentée comme une spécification de référence et ne doit être interprétée comme le modèle estimé que si elle correspond effectivement à la procédure utilisée pour produire les résultats. Cette équation représente une spécification de régression linéaire permettant d'examiner la relation entre la restructuration post-défaut et la notation souveraine, tout en contrôlant les caractéristiques économiques et institutionnelles des pays.

(6) $\hat{\Lambda} = (1/N_1)\ \Sigma_{it}\ D_{it}R_{it}-(1/N_0)\ \Sigma_{it}\ (1-D_{it})R_{it}$

Cette équation calcule la différence entre la notation moyenne observée dans le groupe traité et celle du groupe non traité. Elle fournit une première mesure descriptive de l'écart entre les deux groupes, sans ajustement sur leurs caractéristiques observables.

Cette différence de moyennes n'est pas ajustée pour les covariables. Elle ne s'interprète comme ATE que sous des hypothèses d'identification suffisantes.

(7) $ATE = E_x[m_1(X_{it})- m_0(X_{it})]$

Cette équation (7) exprime l'effet moyen du traitement à partir des résultats conditionnels estimés. Elle permet de comparer les notations prédites avec et sans restructuration, en tenant compte des caractéristiques observables des pays. Cette expression représente ATE à partir des résultats conditionnels estimés, sous les hypothèses d'identification retenues.

(8) $R_{it} = (1-D_{it})[\alpha_0 + X_{it}'\beta_0] + D_{it}[\alpha_1 + X_{it}'\beta_1] + u_{it}$

Cette équation permet d'estimer séparément les relations entre les variables explicatives et la notation souveraine dans les groupes traité et non traité, en autorisant des coefficients différents entre les deux groupes. Elle permet aux coefficients des covariables de différer entre les groupes traité et non traité. Elle ne doit être conservée comme description du modèle estimé que si elle correspond à la spécification effectivement utilisée.

(9) $\hat{ATE} = (1/N) \Sigma_{it} [\hat{m}_1(X_{it})-\hat{m}_0(X_{it})]$

Cet estimateur calcule la moyenne des différences entre les résultats conditionnels prédits avec et sans traitement. Elle estime l'effet moyen du traitement en calculant, pour chaque observation, la différence entre les notations prédites dans les deux scénarios, puis en faisant la moyenne de ces différences.

3. Estimateurs pondérés par le score de propension

(10) $\hat{ATE}_IPW = (1/N) \Sigma_{it} [D_{it}R_{it}/e_{it}-(1-D_{it})R_{it}/(1-e_{it})]$

Cet estimateur pondère les résultats observés par l'inverse du score de propension. Sa fiabilité dépend notamment du recouvrement entre les distributions des scores de propension des groupes traité et non traité. Cette équation estime l'effet moyen du traitement en pondérant les observations par l'inverse de leur probabilité d'exposition à la restructuration. Cette pondération vise à rendre les groupes traité et non traité comparables au regard des caractéristiques observées.

(11) $\hat{ATE}_NIPW = [\Sigma_{it} D_{it}/e_{it}]^{-1} \Sigma_{it} D_{it}R_{it}/e_{it}-[\Sigma_{it} (1-D_{it})/(1-e_{it})]^{-1} \Sigma_{it} (1-D_{it})R_{it}/(1-e_{it})$

Dans cet estimateur IPW normalisé, les poids sont normalisés séparément dans les groupes traité et non traité. Cette équation présente une version normalisée de l'estimateur IPW. Elle calcule séparément les moyennes pondérées des groupes traité et non traité afin d'estimer leur différence

4. Estimateur Augmented Inverse Probability Weighting (AIPW)

(12) $\hat{ATE}_AIPW = (1/N) \Sigma_{it}\{ \hat{m}_1(X_{it})-\hat{m}_0(X_{it}) +[D_{it}/e_{it}][R_{it}-\hat{m}_1(X_{it})]-[(1-D_{it})/(1-e_{it})][R_{it}-\hat{m}_0(X_{it})] \}$

Cette équation constitue l'estimateur principal de l'étude. Elle combine les résultats conditionnels prédits par le modèle de résultat et les corrections pondérées issues du score de propension afin d'estimer l'effet moyen de la restructuration post-défaut sur la notation souveraine. Sa propriété de double robustesse permet d'identifier l'ATE si l'un des deux modèles est correctement spécifié, sous réserve des autres hypothèses d'identification. L'estimateur AIPW combine les résultats conditionnels estimés et les résidus pondérés par le score de propension. Sa cohérence dépend des hypothèses d'identification et de la spécification des modèles utilisés.

(13a) $\hat{\psi}_{it} = \hat{m}_1(X_{it})-\hat{m}_0(X_{it}) + [D_{it}/e_{it}][R_{it}- \hat{m}_1(X_{it})]-[(1-D_{it})/(1- e_{it})][R_{it}-\hat{m}_0(X_{it})]$

Cette équation définit la contribution individuelle de chaque observation à l'estimateur AIPW. Elle décompose l'estimation en une différence de résultats prédits et deux termes de correction pondérés selon le statut de traitement. La fonction d'influence estimée représente la contribution de chaque observation à l'estimateur AIPW. Le terme de correction du groupe non traité utilise le résultat conditionnel estimé pour D = 0.

(13b) $\hat{V}(\hat{ATE}_AIPW) = (1/N^2) \Sigma_{it} (\hat{\psi}_{it}-\hat{\bar{\psi}})^2$

Cette équation permet d'estimer la variance de l'effet moyen du traitement à partir de la dispersion des contributions individuelles autour de leur moyenne. Elle sert à évaluer la précision statistique de l'estimation AIPW.Cette expression présente une variance empirique fondée sur les contributions estimées. Dans un panel, les observations d'un même pays peuvent être dépendantes ; l'inférence doit donc tenir compte de cette structure si une variance robuste regroupée par pays a été calculée.

L'estimateur AIPW est dit doublement robuste : sous les hypothèses d'identification requises, il peut identifier l'ATE si le modèle du score de propension ou le modèle de résultat est correctement spécifié. Cette propriété ne garantit toutefois pas l'absence de biais en présence de facteurs de confusion non observés, d'un support commun insuffisant ou d'une mauvaise

ISSN: 2658-8455
Volume 7, Issue 13 (2026), pp. 733-753.
© Authors: CC BY-NC-ND
IJAFAME
International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management & Economics

spécification simultanée des deux modèles (Scharfstein et al., 1999 ; Tsiatis et Davidian, 2007 ; Glynn et Quinn, 2010).
L'estimation AIPW peut être sensible dans les échantillons comportant peu d'observations traitées ou des scores de propension extrêmes, qui produisent des poids élevés. Elle ne doit donc pas être considérée comme automatiquement supérieure aux autres méthodes ; sa pertinence dépend des données, des hypothèses et des diagnostics disponibles.

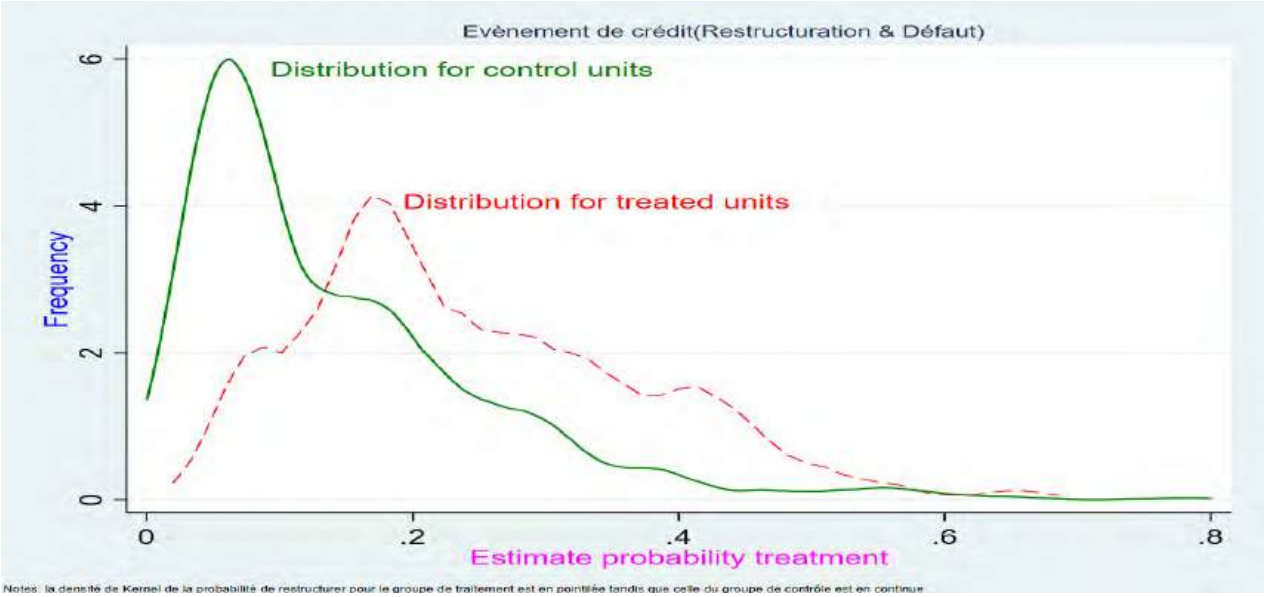
4. Résultats

Cette section présente les résultats descriptifs et des estimations économétriques et des analyses complémentaires. Les résultats sont interprétés au regard des hypothèses de recherche et des limites de la stratégie d'identification.

4.1. Résultats descriptifs

La figure présente les densités estimées des scores de propension, c'est-à-dire les probabilités prédites de recevoir le traitement, pour les groupes traité et non traité.

Figure 1: Score de propension selon les groupes de traitement et de contrôle



Note : la densité des scores de propension du groupe traité est représentée en rouge et celle du groupe non traité en vert.

Source : Auteur (2023) « données de WDI

La Figure 1 met en évidence des différences entre les distributions des scores de propension des groupes traité et non traité. Toutefois, ces différences ne suffisent pas à conclure à l'absence ou à la présence d'un support commun satisfaisant. Les scores proches de 0 ou de 1 peuvent générer des poids extrêmes. La limitation des scores aux seuils de 0,1 et de 0,9 vise à réduire ce risque, sans garantir à elle seule la comparabilité des groupes. Les résultats AIPW doivent donc être interprétés avec prudence.
Ce tableau 1 présente la description des principales variables et des principaux déterminants de la notation souveraine.
Le tableau 2 présente les statistiques descriptives c'est-à-dire les moyennes régionales des notations souveraines et des principaux déterminants. La moyenne des scores de notation varie selon les régions : elle est plus élevée en Europe occidentale et plus faible en Afrique subsaharienne, en Amérique latine et en Europe de l'Est. Ces écarts descriptifs traduisent une hétérogénéité entre les groupes de pays. Le tableau 3 présente les corrélations entre les variables. La notation est négativement corrélée à la dette souveraine, à l'inflation et à la variable d'événement de crédit, tandis que les corrélations avec le revenu par habitant et

l'efficacité gouvernementale sont positives. Ces corrélations décrivent des associations bivariées et ne permettent pas, à elles seules, de conclure à un effet causal.

Tableau 1 : Description des variables et sources base

Nom de la variable	**Définition**	**Unité de mesure**	**Sources de données**
Notation souveraine	Note attribuée par les agences de notation	Transformés en 17 échelles de valeurs	Moody's, Fitch, S&P, Dagong
Dette souveraine	Dette brute des administrations publiques	Pourcentage du PIB	WDI et FMI
Chômage	Chômage	Pourcentage	WDI
PIB par habitant	PIB par habitant	Dollars US	W.B. (WDI)
Croissance du PIB	Croissance annuelle du PIB réel	Millions de dollars EU de 2005	W.B. (WDI)
Inflation	Taux annuel d'inflation des prix à la consommation	Pourcentage	FMI(IFS)
Solde extérieur	Solde extérieur des biens et services	Pourcentage du PIB	(WDI) et FMI (WEO)
Efficacité du gouvernement	Indicateur de gouvernance agrégé	Indice (numérique)	W.B. (WGI)
Stabilité politique	Probabilité d'un transfert désordonné du pouvoir gouvernemental	Indice (numérique)	W.B. (WGI)
Restructuration Post-défaut	Variable binaire égale à 1 pendant la période de restructuration post-défaut et à 0 en dehors de cette période	dummy: 1 si une restructuration post_défaut s'est produite sinon 0.	Asonuma et Trebesch (2016) et FMI de 2020

Source : Auteur (2023) « données de WDI »

Tableau 2 : Statistiques descriptives

Variables	Tous les pays	Europe occidentale	Europe de l'Est	Amérique latine	Afrique Sub-Saharienne	MENA	Asie
Notation souveraine							
Moody's	10.63	14.22	8.63	8.34	7.05	11.62	9.26
Fitch	10.68	14.26	8.53	8.06	6.92	11.75	9.33
S&P	10.55	14.46	8.57	7.73	6.65	11.44	9.44
Moyenne (Moody's, S&P, Fitch)	10.62	14.31	8.58	8.05	6.87	11.63	9.34
Dagong	10.39	13.22	8.75	9.13	7.04	10.44	9.57
Principaux déterminants							
Dette souveraine	55.35	76.13	43.05	42.03	41.33	31.65	56.00
Taux de chômage	6.86	8.35	8.89	5.76	10.15	5.65	3.38
PIB/hbt	4.15	4.66	4.07	3.91	3.47	4.32	3.84
Taux de Croissance PIB	2.28	1.21	2.84	2.09	2.80	0.61	3.80
Inflation	3.88	1.35	4.42	6.91	7.77	3.58	4.10
Solde Extérieur	3.16	5.02	1.41	-1.36	-6.12	11.30	4.38
Efficacité Gouvernementale	0.67	1.50	0.37	0.07	-0.05	0.42	0.43
Stabilité politique	0.23	0.86	0.39	-0.27	-0.49	-0.10	-0.09
Rest_post-défaut	5.0%	4.55%	0.0%	13.0%	13.0%	0.0%	6.0%
Nombre de pays	70	22	11	8	6	6	17
Observations	560	176	88	64	48	48	136

Source : Auteur (2023) « données de WDI »

Les statistiques descriptives révèlent d'importantes disparités régionales en matière de notation souveraine. L'Europe occidentale présente le score moyen le plus élevé (14,31/17), tandis que l'Afrique subsaharienne enregistre le plus faible (6,87/17). Par ailleurs, le niveau d'endettement ne semble pas déterminer à lui seul la notation souveraine : malgré un ratio de dette plus élevé (76,13), l'Europe occidentale bénéficie d'une meilleure notation que l'Afrique subsaharienne (41,33). Cette différence souligne l'importance d'autres facteurs, notamment les performances macroéconomiques et la qualité institutionnelle. Enfin, les restructurations post-défaut sont davantage représentées en Afrique subsaharienne et en Amérique latine, avec 13 % dans chacune de ces régions.

La matrice de corrélation met en évidence une forte relation positive entre la notation souveraine et l'efficacité gouvernementale (0,848), ainsi que le PIB par habitant (0,814). À

ISSN: 2658-8455
Volume 7, Issue 13 (2026), pp. 733-753.
© Authors: CC BY-NC-ND
IJAFAME
International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management & Economics

l'inverse, l'inflation présente une relation négative avec la notation (-0,459). Le résultat le plus important concerne la variable de restructuration post-défaut, dont la corrélation avec la notation souveraine est négative (-0,403). Cela suggère que les périodes de restructuration postérieures au défaut sont associées à une détérioration de la qualité de crédit souverain. Cette variable est également positivement corrélée à l'inflation (0,328) et négativement à l'efficacité gouvernementale (-0,280). En définitive, ces résultats mettent en évidence l'existence d'une association négative entre les événements de crédit et la notation souveraine, tout en soulignant le rôle des fondamentaux économiques et institutionnels. Ils justifient ainsi le recours à l'estimateur AIPW pour examiner cette relation en tenant compte des caractéristiques observables des pays. Il convient toutefois de rappeler que les corrélations ne permettent pas, à elles seules, d'établir une causalité d'où l'intérêt de faire usage d'une méthode d'évaluation d'impact.

Tableau 3 : Corrélations entre les principales variables

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
(1)A_rating	1.000									
(2) Dette souveraine	-0.090*	1.000								
(3) chômage	-0.189*	0.311*	1.000							
(4) PIB/hbt	0.814*	0.173*	0.081	1.000						
(5) Croissance	-0.157*	-0.160*	-0.215*	-0.317*	1.000					
(6) inflation	-0.459*	-0.164*	-0.052	-0.375*	0.021	1.000				
(7) Solde extérieur	0.456*	-0.242*	-0.223*	0.536*	-0.058	-0.168*	1.000			
(8) effectiveness	0.848*	0.208*	0.024	0.848*	-0.185*	-0.462*	0.351*	1.000		
(9) Rest_Post-Defaut	-0.403*	0.167*	0.154*	-0.189*	-0.166*	0.328*	-0.106*	-0.280*	1.000	
(10) Debt_h	0.111*	-0.653*	-0.214*	-0.114*	0.136*	0.107*	0.064	-0.066	-0.340*	1.000

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

Source : Auteur (2023) « données de WDI »

Tableau 4 : Échelle de conversion des notations souveraines

	S&P	Moody's	Fitch	Dagong	Valeur attribuée
Notations de qualité investissement					
La plus haute qualité	AAA	Aaa	AAA	AAA	17
Haute qualité	AA+	Aa1	AA+	AA+	16
	AA	Aa2	AA	AA	15
	AA-	Aa3	AA-	AA-	14
Qualité moyenne supérieure, forte capacité de paiement	A+	A1	A+	A+	13
	Un	A2	Un	Un	12
	Un-	A3	Un-	Un-	11
Qualité moyenne. Capacité de paiement adéquate	BBB+	Baa1	BBB+	BBB+	10
	BBB	Baa2	BBB	BBB	9
	BBB-	Baa3	BBB-	BBB-	8
Notations de qualité spéculative					
Susceptible de remplir ses obligations, incertitude persistante	BB+	Ba1	BB+	BB+	7
	BB	Ba2	BB	BB	6
	B.B.-	Ba3	BB-	B.B.-	5
Risque de crédit élevé	B+	B1	B+	B+	4
	B	B2	B	B	3
	B-	B3	B-	B-	2
Risque de crédit très élevé/Non-défaut avec une certaine perspective de reprise/Défaut	CCC	Caa	CCC	CCC	1

Source : Auteur (2023) « données de WDI »

Le tableau 4 présente l'échelle de conversion des notations souveraines attribuées par les quatre principales agences (S&P, Moody's, Fitch et Dagong) en une échelle numérique commune de

1 à 17. Cette classification distingue deux grandes catégories : les notations de qualité investissement, correspondant aux États présentant une capacité de remboursement relativement solide (scores de 8 à 17), et les notations spéculatives, associées à un risque de crédit plus élevé (scores de 1 à 7). Le score maximal de 17 correspond à la meilleure qualité de crédit (AAA), tandis que le score minimal de 1 correspond à la catégorie CCC/Caa, caractérisée par un risque de crédit très élevé. Cette conversion permet d'harmoniser les appréciations des différentes agences et de construire un indicateur numérique commun pour l'analyse économétrique de la notation souveraine.

4.2. Résultats économétriques

Tableau 5 : Effet moyen du traitement (restructuration post-défaut) sur la notation souveraine (estimation AIPW)

Notation souveraine Moyenne	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
r1vs0(ATE)	-8.089	1.841	-4.39	0	-11.697	-4.48	***
POmean	10.934	.503	21.73	0	9.948	11.921	***
OME0	*Outcome Model Estimated in control group*						
Dette souveraine	-.026	.002	-11.23	0	-.031	-.022	***
Chômage	-.141	.02	-6.99	0	-.181	-.102	***
PIB/hbt	4.494	.343	13.11	0	3.822	5.166	***
Croissance Eco	-.027	.035	-0.78	.436	-.097	.042	
Inflation	-.062	.015	-4.10	0	-.091	-.032	***
Solde Exterieur	-.023	.008	-2.84	.005	-.039	-.007	***
Efficacité Gmentale	3.15	.192	16.44	0	2.774	3.525	***
Stabilité Politique	-.9	.182	-4.94	0	-1.257	-.543	***
Constant	-6.989	1.312	-5.33	0	-9.561	-4.417	***
OME1	*Outcome Model Estimated in treated group*						
Dette souveraine	-.011	.018	-0.65	.517	-.046	.023	
Chomâge	.019	.063	0.31	.759	-.104	.142	
PIB/hbt	2.396	2.881	0.83	.406	-3.251	8.043	
Croissance_Eco	.086	.064	1.34	.179	-.039	.211	
Inflation	.007	.044	0.17	.869	-.08	.094	
Solde Extérieur	.085	.05	1.69	.091	-.013	.183	*
Efficacité Gmentale	.075	1.887	0.04	.968	-3.624	3.774	
Stabilité Politique	-1.216	1.359	-0.89	.371	-3.88	1.448	
Constant	-6.95	10.894	-0.64	.523	-28.301	14.401	
TEM1	*Treatment Estimated Model with the model logit*						
Dette souveraine	.017	.004	4.39	0	.009	.025	***
Inflation	.151	.059	2.56	.01	.036	.267	**
Chômage	.086	.027	3.18	.001	.033	.139	***
Constant	-5.609	.74	-7.58	0	-7.06	-4.158	***
Mean dependent var	10.620	SD dependent var	4.852				
*** p<.01, ** p<.05, * p<.1							

Note : l'estimation repose sur la méthode AIPW, dite doublement robuste, qui peut identifier l'effet moyen du traitement si le modèle du score de propension ou le modèle de résultat est correctement spécifié, sous réserve des autres hypothèses d'identification.

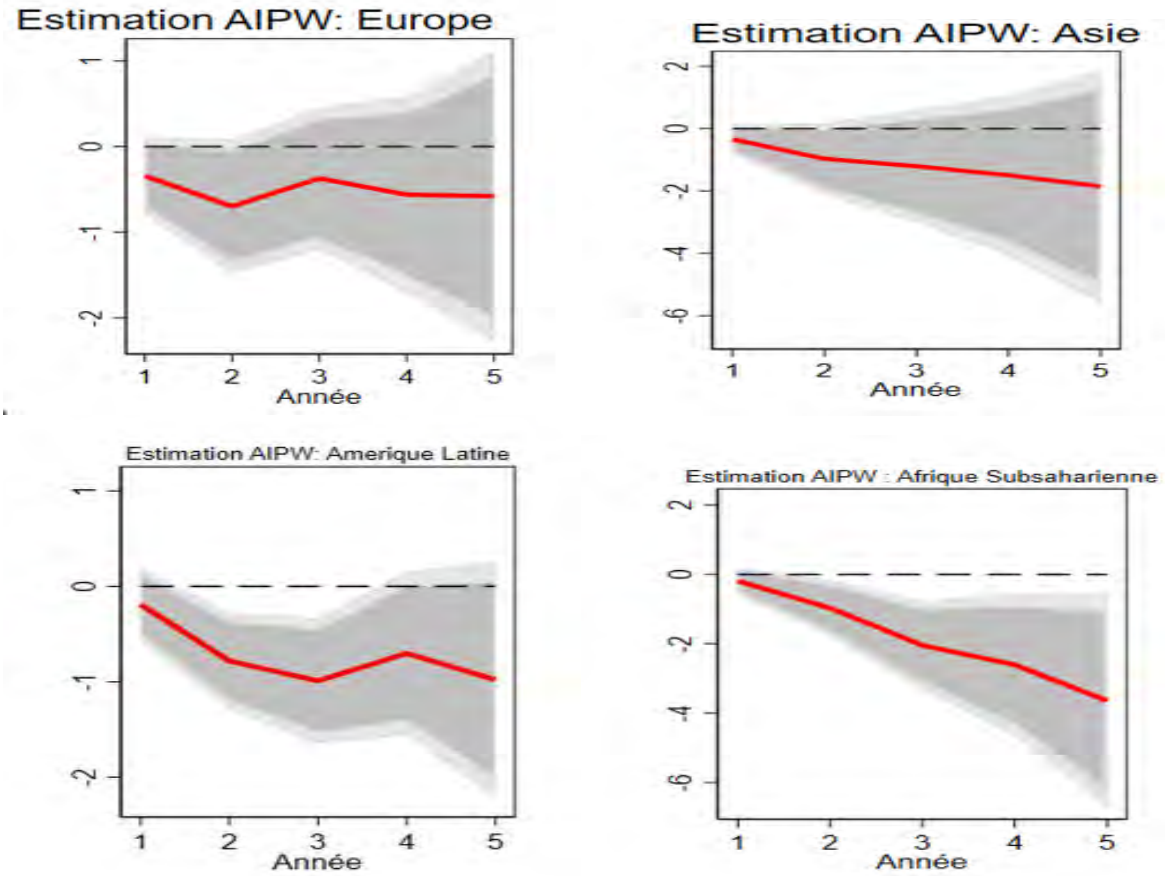
Source : Auteur (2023) « données de WDI & Asonuma et Trebesch (2016) et FMI de 2020 »

Le tableau 5 donne les résultats de l'estimation AIPW donne un effet moyen du traitement de -8,089 points, avec une moyenne estimée de 10,934 points dans le scénario contrefactuel sans traitement. L'écart estimé entre les résultats potentiels est donc de -8,089 points. À titre descriptif, la soustraction de cet effet à la moyenne contrefactuelle donne 2,845 points pour le scénario traité. Le résultat indique une détérioration de la notation associée au processus de restructuration post-défaut, sous réserve des hypothèses d'identification du modèle. Les résultats sont cohérents avec l'idée que les événements de crédit sont associés à une

ISSN: 2658-8455
Volume 7, Issue 13 (2026), pp. 733-753.
© Authors: CC BY-NC-ND
IJAFAME
International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management & Economics

réévaluation du risque souverain, mais les différences de périodes, de variables et de méthodes ne permettent pas une comparaison numérique directe avec les études antérieures. L'analyse ne mesure directement ni les spreads obligataires ni la durée de récupération de la notation.

Figure 2 : Dynamique de la notation souveraine selon les groupes régionaux



Source : calculs des auteurs à partir des données utilisées dans l'étude.

La figure 2 présente les résultats de l'analyse combinant l'estimation AIPW et les projections locales de Jordà (2005) sur un horizon de cinq ans, afin d'examiner la dynamique temporelle de la relation estimée. Ces projections constituent une analyse complémentaire. En l'absence d'informations complètes sur la spécification appliquée à chaque horizon et sur les intervalles de confiance, leur interprétation doit rester prudente.

La figure 2 montre que, quel que soit le groupe régional considéré (Europe, Asie, Amérique latine et Afrique subsaharienne), les restructurations post-défaut exercent un effet négatif sur la notation souveraine. La courbe d'estimation reste en dessous de la ligne de référence zéro sur l'ensemble de l'horizon de cinq ans, traduisant une détérioration persistante de la notation. Cette tendance est particulièrement marquée en Afrique subsaharienne et en Amérique latine. Ainsi, les résultats suggèrent que les conséquences négatives des événements de crédit sur la qualité de crédit souverain ne sont pas propres à une région, mais constituent une tendance observée dans les différents groupes régionaux étudiés.

5. Discussions

Le principal résultat de cette étude révèle un effet moyen du traitement (ATE) de -8,089 points sur la notation souveraine. Cette estimation indique une détérioration importante de la qualité de crédit des États pendant le processus de restructuration post-défaut, comparativement au

scénario contrefactuel sans traitement, dont la moyenne estimée est de 10,934 points. Ce résultat met en évidence les conséquences potentiellement importantes des événements de crédit sur la perception du risque souverain par les agences de notation.

Sur le plan théorique, ce résultat rejoint les mécanismes développés par Eaton et Gersovitz (1981) concernant la réputation souveraine. Selon cette approche, les antécédents de défaut peuvent affecter la crédibilité financière d'un État et influencer les conditions auxquelles il accède aux marchés de capitaux. De même, Mellios et Paget-Blanc (2006) soulignent l'importance de l'historique de remboursement et de la qualité institutionnelle dans la détermination des notations souveraines. Ainsi, la dégradation observée peut traduire non seulement les difficultés immédiates de remboursement, mais également une détérioration de la confiance accordée au souverain.

Nos résultats s'inscrivent également dans la perspective empirique de Das et al. (2012), qui mettent en évidence une évolution de la notation autour des épisodes de restructuration, avec une possible dégradation avant l'accord et une amélioration ultérieure. Toutefois, notre estimation porte sur l'ensemble de la période de restructuration post-défaut et ne permet pas de distinguer précisément les différentes phases de cette évolution. Par ailleurs, Asonuma et Trebesch (2016) montrent que les caractéristiques des restructurations constituent un élément important pour comprendre leurs conséquences économiques. Ces travaux confortent l'idée que les événements de crédit peuvent affecter durablement la perception du risque souverain.

L'analyse complémentaire fondée sur les projections locales de Jordà (2005) permet d'élargir l'interprétation de l'effet moyen en examinant son évolution sur un horizon de cinq ans. Cette approche présente un intérêt particulier dans la mesure où les conséquences d'une restructuration peuvent dépasser l'année de sa réalisation. En effet, les délais de négociation, les incertitudes liées aux accords et les difficultés de rétablissement de la crédibilité financière peuvent prolonger les effets de la crise. Cette interprétation rejoint les conclusions de Benjamin et Wright (2009), qui soulignent la durée parfois importante des négociations de restructuration souveraine. Par ailleurs, les différences régionales observées dans les statistiques descriptives, notamment les faibles notations en Afrique subsaharienne et en Amérique latine, justifient l'examen de l'hétérogénéité régionale. Les différences de fondamentaux économiques, de capacités institutionnelles et d'accès aux marchés internationaux peuvent influencer la manière dont les agences évaluent les conséquences d'un événement de crédit. Néanmoins, les résultats des projections locales doivent être interprétés avec prudence, compte tenu des limites liées à la représentation des observations traitées dans certains groupes régionaux. Ils ne permettent donc pas, en l'état, d'établir définitivement l'existence d'effets différenciés entre les régions.

6. Conclusion

Cette étude avait pour objectif d'analyser l'effet des événements de crédit, particulièrement les restructurations souveraines post-défaut, sur la notation souveraine des États. À partir d'un panel équilibré de 70 pays sur la période 2013-2020, l'analyse a mobilisé l'estimateur Augmented Inverse Probability Weighting (AIPW), qui permet d'évaluer l'effet moyen du traitement en combinant un modèle de probabilité de traitement et un modèle de résultat. Les résultats font ressortir un effet moyen du traitement de -8,089 points, comparativement à une moyenne estimée de 10,934 points dans le scénario contrefactuel sans traitement. Cette estimation met en évidence une détérioration importante de la notation souveraine associée au processus de restructuration post-défaut, sous réserve des hypothèses d'identification retenues.

Sur le plan économique, ces résultats soulignent que les conséquences des événements de crédit ne se limitent pas aux difficultés immédiates de remboursement de la dette. Ils peuvent également affecter la perception de la solvabilité des États et la crédibilité de leurs engagements financiers auprès des agences de notation. Ainsi, même lorsque la restructuration constitue un mécanisme de réaménagement des obligations souveraines, son déroulement dans un contexte

ISSN: 2658-8455
Volume 7, Issue 13 (2026), pp. 733-753.
© Authors: CC BY-NC-ND
IJAFAME
International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management & Economics

de défaut peut être associé à une dégradation de l'appréciation du risque souverain. Cette observation met en évidence l'importance de la réputation financière et de la confiance des créanciers dans l'évaluation de la qualité de crédit des États. Ces résultats présentent également des implications pour la conduite des politiques économiques et la gestion de la dette publique. Ils soulignent la nécessité de privilégier des stratégies préventives de gestion de l'endettement, fondées notamment sur l'anticipation des risques de soutenabilité, le renforcement de la discipline budgétaire et l'amélioration de la transparence dans la gestion des finances publiques. Lorsque la restructuration devient inévitable, la qualité de sa préparation, la transparence des négociations et la recherche d'un accord crédible avec les créanciers constituent des enjeux importants pour limiter les incertitudes entourant la signature souveraine. L'objectif ne devrait donc pas uniquement être de rétablir la soutenabilité de la dette, mais également de favoriser les conditions d'une restauration progressive de la crédibilité financière de l'État. Toutefois, la portée de ces conclusions doit être appréciée au regard de certaines limites méthodologiques. En particulier, l'estimation AIPW repose sur l'hypothèse d'indépendance conditionnelle aux covariables observées et sur l'existence d'un support commun suffisant entre les groupes traités et non traités. Bien que la double robustesse de l'estimateur constitue un avantage méthodologique, elle ne permet pas d'éliminer les biais susceptibles de résulter de facteurs non observés. Par ailleurs, la définition de la variable de traitement ne permet pas d'isoler complètement l'effet propre de la restructuration de celui du défaut qui la précède ou l'accompagne. Le nombre limité d'observations traitées constitue également une contrainte pour l'analyse de certains sous-groupes, notamment dans les comparaisons régionales. Enfin, l'absence de données sur les spreads obligataires ne permet pas d'évaluer directement les conséquences des événements de crédit sur les primes de risque et les conditions de financement des États. Ces limites ouvrent plusieurs perspectives de recherche. Des travaux ultérieurs pourraient notamment examiner la dynamique de récupération des notations après une restructuration, en distinguant les phases précédant, accompagnant et suivant l'accord. L'intégration des spreads obligataires permettrait, en outre, d'élargir l'analyse aux réactions des marchés financiers et de mieux appréhender les conséquences des événements de crédit sur le coût de financement souverain. Enfin, une analyse désagrégée par agence de notation, combinée à des méthodes économétriques adaptées à l'adoption échelonnée du traitement, pourrait contribuer à approfondir la compréhension des mécanismes de transmission des événements de crédit à la perception du risque souverain. En définitive, cette recherche contribue à la littérature empirique sur la dette souveraine en mettant en évidence l'association négative entre les restructurations post-défaut et la notation souveraine, à travers une approche d'évaluation d'impact doublement robuste. Elle souligne ainsi que le rétablissement de la soutenabilité financière des États ne constitue pas, à lui seul, une garantie de restauration immédiate de leur crédibilité auprès des agences de notation. La gestion des événements de crédit doit donc être envisagée non seulement sous l'angle de l'allègement des contraintes financières, mais également dans une perspective de préservation et de reconstruction de la réputation souveraine.

Références :

(1). Adelino, M., & Ferreira, M. A. (2016). Bank ratings and lending supply: Evidence from sovereign downgrades. Review of Financial Studies, 29(7), 1709-1746. https://doi.org/10.1093/rfs/hhw004

(2). Afonso, A. (2003). Understanding the determinants of sovereign debt ratings: Evidence for the two leading agencies. Journal of Economics and Finance, 27(1), 56-74. https://doi.org/10.1007/BF02751590

(3). Afonso, A., Gomes, P., & Rother, P. (2007). What "hides" behind sovereign debt ratings? European Central Bank Working Paper Series (No.711). https://doi.org/10.2139/ssrn.954705
(4). Aguiar, M., & Amador, M. (2013). Sovereign debt. In G. Constantinides, M. Harris, & R. Stulz (Eds.), Handbook of the Economics of Finance (Vol. 2, pp. 647-687). Elsevier. https://doi.org/10.1016/B978-0-444-54314-1.00011-2
(5). Almeida, H., Cunha, I., Ferreira, M. A., & Restrepo, F. (2017). The real effects of sovereign credit ratings: The sovereign ceiling channel. The Journal of Finance, 72(1), 249-290. https://doi.org/10.1111/jofi.12434
(6). Asonuma, T., & Trebesch, C. (2016). Sovereign debt restructurings: Preemptive or post-default. Journal of the European Economic Association, 14(1),175-214. https://doi.org/10.1111/jeea.12156
(7). Augustin, P., Boustanifar, H., Breckenfelder, J., & Schnitzler, J. (2018). Sovereign-to-corporate risk spillovers. Journal of Money, Credit and Banking, 50(5), 857-891. https://doi.org/10.1111/jmcb.12497
(8). Baldacci, E., Gupta, S., & Mati, A. (2011). Political and fiscal risk determinants of sovereign spreads in emerging markets. Review of Development Economics, 15(2), 251–263. https://doi.org/10.1111/j.1467-9361.2011.00606.x
(9). Ben Hmiden, O., Tatoutchoup, D., Nguimkeu, P., & Avelé, D. (2024). Discrepancy and cross-regional bias in sovereign credit ratings: Analyzing the role of public debt. Economic Modelling, 131, Article 106600. https://doi.org/10.1016/j.econmod.2023.106600
(10). Benjamin, D., & Wright, M. L. J. (2009). Recovery before redemption? A theory of delays in sovereign debt renegotiations (CAMA Working Paper No. 2009-15). Centre for Applied Macroeconomic Analysis. https://doi.org/10.2139/ssrn.1392539
(11). Borensztein, E., Cowan, K., & Valenzuela, P. (2013). Sovereign ceilings "lite"? The impact of sovereign ratings on corporate ratings. Journal of Banking & Finance, 37(11), 4014-4024. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.07.006
(12). Borensztein, E., & Panizza, U. (2009). The costs of sovereign default. IMF Staff Papers, 56(4), 683-741. https://doi.org/10.1057/imfsp.2009.21
(13). Brooks, R., Faff, R., Hillier, D., & Hillier, J. (2004). The national market impact of sovereign rating changes. Journal of Banking & Finance, 28(1), 233-250. https://doi.org/10.1016/S0378-4266(02)00406-5
(14). Bulow, J., & Rogoff, K. (1989). Sovereign debt: Is to forgive to forget? The American Economic Review, 79(1), 43-50.
(15). Cantor, R., & Packer, F. (1996). Determinants and impact of sovereign credit ratings. Economic Policy Review, 2(2), 37-53. Federal Reserve Bank of New York.
(16). Cruces, J. J., & Trebesch, C. (2013). Sovereign defaults: The price of haircuts. American Economic Journal: Macroeconomics, 5(3), 85-117. https://doi.org/10.1257/mac.5.3.85
(17). Das, U. S., Papaioannou, M. G., & Trebesch, C. (2012). Sovereign debt restructurings 1950-2010: Literature survey, data, and stylized facts (IMF Working Paper No. 12/203). International Monetary Fund. https://doi.org/10.5089/9781475505535.001
(18). Eaton, J., & Gersovitz, M. (1981). Debt with potential repudiation: Theoretical and empirical analysis. The Review of Economic Studies, 48(2), 289-309. https://doi.org/10.2307/2296886
(19). Feder, G., & Uy, L. V. (1985). The determinants of international creditworthiness and their policy implications. Journal of Policy Modeling, 7(1), 133-156. https://doi.org/10.1016/0161-8938(85)90032-8

ISSN: 2658-8455
Volume 7, Issue 13 (2026), pp. 733-753.
© Authors: CC BY-NC-ND
IJAFAME
International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management & Economics

(20). Ferreira, M. A., & Gama, P. M. (2007). Does sovereign debt ratings news spill over to international stock markets? Journal of Banking & Finance, 31(10), 3162-3182. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2006.12.006
(21). Glynn, A. N., & Quinn, K. M. (2010). An introduction to the augmented inverse propensity weighted estimator. Political Analysis, 18(1), 36-56. https://doi.org/10.1093/pan/mpp036
(22). Goel, A., & Singh, A. (2025). Impact of economic and socio-political risk factors on sovereign credit ratings. Information Processing & Management, 62(1), Article 103943. https://doi.org/10.1016/j.ipm.2024.103943
(23). Huang, Y., & Shen, C.-H. (2015). The sovereign effect on corporate credit ratings. Journal of Financial Services Research, 47(3), 341-379. https://doi.org/10.1007/s10693-014-0193-7
(24). Imbens, G. W. (2004). Nonparametric estimation of average treatment effects under exogeneity: A review. The Review of Economics and Statistics, 86(1), 4-29. https://doi.org/10.1162/003465304323023651
(25). Jordà, Ò. (2005). Estimation and inference of impulse responses by local projections. The American Economic Review, 95(1), 161-182. https://doi.org/10.1257/0002828053828518
(26). Jordà, Ò., & Taylor, A. M. (2016). The time for austerity: Estimating the average treatment effect of fiscal policy. The Economic Journal, 126(590), 219-255. https://doi.org/10.1111/ecoj.12332
(27). Kaminsky, G. L., & Schmukler, S. L. (2002). Emerging market instability: Do sovereign ratings affect country risk and stock returns? The World Bank Economic Review, 16(2), 171-195. https://doi.org/10.1093/wber/16.2.171
(28). Mellios, C., & Paget-Blanc, E. (2006). Which factors determine sovereign credit ratings? The European Journal of Finance, 12(4), 361-377. https://doi.org/10.1080/13518470500377406
(29). Monfort, B., & Mulder, C. (2000). Using credit ratings for capital requirements on lending to emerging market economies (IMF Working Paper). International Monetary Fund. https://doi.org/10.5089/9781451849059.001
(30). Moody's Investors Service. (2013). Sovereign default and recovery rates, 1983-2012 [Special comment]. Moody's Investors Service.
(31). Rhee, R. J. (2015). Why credit rating agencies exist. Economic Notes, 44(2), 161-176. https://doi.org/10.1111/ecno.12034
(32). Trebesch, C., & Zabel, M. (2017). The output costs of hard and soft sovereign debt restructurings. European Economic Review, 92, 416-432. https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2016.10.004
(33). World Bank. (2023). World Development Indicators [Data set]. World Bank.