

Papiers de recherche

Auteurs

Thomas Loussouarn,
Thibault Vasse

NOVEMBRE 2025
N° 385

Notation souveraine des pays en développement

Biais régionaux et facteurs
de subjectivité

Agence française de développement

Papiers de recherche

Les *Papiers de Recherche* de l'AFD ont pour but de diffuser rapidement les résultats de travaux en cours. Ils s'adressent principalement aux chercheurs, aux étudiants et au monde académique. Ils couvrent l'ensemble des sujets de travail de l'AFD : analyse économique, théorie économique, analyse des politiques publiques, sciences de l'ingénieur, sociologie, géographie et anthropologie. Une publication dans les Papiers de Recherche de l'AFD n'en exclut aucune autre.

Les opinions exprimées dans ce papier sont celles de son (ses) auteur(s) et ne reflètent pas nécessairement celles de l'AFD. Ce document est publié sous l'entière responsabilité de son (ses) auteur(s).

Research Papers

AFD Research Papers are intended to rapidly disseminate findings of ongoing work and target researchers, students, and the wider academic community. They cover the full range of AFD work, including economic analysis, economic theory, policy analysis, engineering sciences, sociology, geography, and anthropology. AFD Research Papers and other publications are not mutually exclusive.

The opinions expressed in this paper are those of the author(s) and do not necessarily reflect the position of AFD. It is therefore published under the sole responsibility of its author(s).

Notation souveraine des pays en développement: biais régionaux et facteurs de subjectivité

Auteurs

Thomas Loussouarn
Thibault Vasse

Accepté: Octobre 2025

Mots-clés

Agences de notation, dette souveraine, biais régionaux, gouvernance financière internationale

Classification JEL

F34, F63, G24, H63, G15

Remerciements

Nous tenions à remercier Gaëlle Balineau, Amaury Mulliez, Thomas Melonio, Hélène Ehrhart, Christophe Barat et Hélène Djoufelkit de l'AFD pour leur relecture attentive et leurs précieuses contributions

Résumé

Les notations souveraines jouent un rôle critique dans le système financier international et ont un impact tangible sur les trajectoires budgétaires, économiques et de développement des pays. Pour autant, l'activité des agences de notation ne cesse de générer débats et controverses et devient de plus en plus critiquée par les pays émergents et en développement (PED). Quelles sont les disparités régionales dans les notations souveraines et, si elles existent, sont-elles justifiées ? Cette étude présente un aperçu des activités et des méthodologies de notation souveraine des trois principales agences états-uniennes, Fitch, Moody's et S&P, et analyse les grandes tendances en termes de notation depuis les années 1990. Nous trouvons que, en général, les notations des PED sont plus basses et moins stables que celles des économies avancées. De même, les disparités dans les taux de défaut des États à notation égale soulèvent des questions quant à la capacité des agences de notation à évaluer correctement le risque souverain dans certains cas. Cette analyse a minima suggère que des biais de notation régionaux peuvent exister en première lecture mais qu'ils sont difficilement mesurables eu égard aux données disponibles et aux méthodologies de notation utilisées. Ensuite, nous passons en revue la littérature sur les biais de notation qui révèle que des biais systématiques peuvent en effet affecter les notations souveraines, en particulier les biais liés au niveau de développement, les biais domestiques et de proximité culturelle, économique et géopolitique, ainsi que ceux qui émanent des asymétries d'informations et des conflits d'intérêts économiques. Sur ces différents facteurs, il existe des disparités nettes entre les différentes régions. Si ces biais sont confirmés, alors il est probable que les PED soient particulièrement désavantagés.

Nous concluons avec une revue des recommandations pour atténuer ces risques notamment en réduisant la dépendance aux notations externes, en promouvant plus de transparence dans les méthodologies de notation, en renforçant le cadre de gouvernance financière internationale et en explorant l'idée d'une agence de notation publique multilatérale. Les acteurs du développement ont également un rôle à jouer, pouvant alimenter les processus de notation en améliorant la disponibilité des données et soutenant la capacité des PED à interagir avec les investisseurs privés et les agences de notation, ainsi qu'en mobilisant des outils pour réduire les primes de risque.

Table des matières

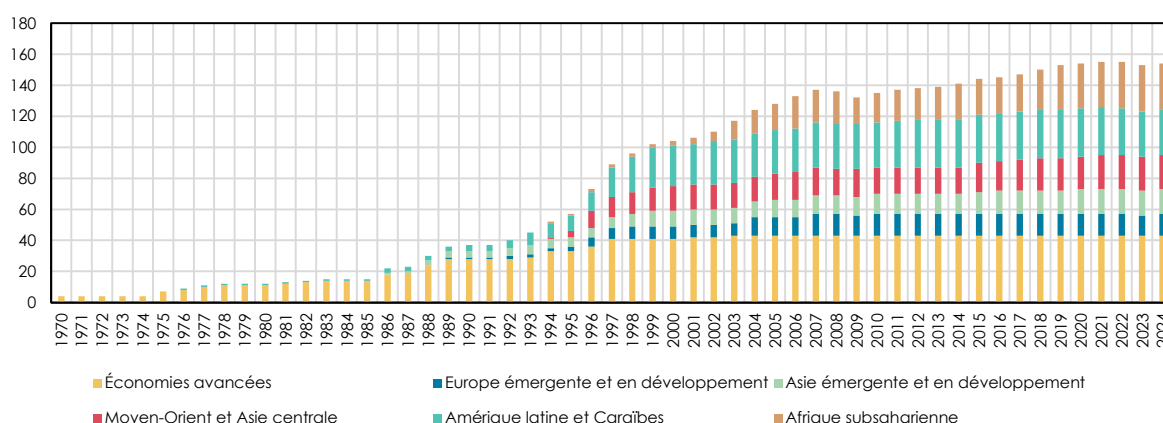
Introduction.....	4
Les méthodologies de notation souveraine	5
Aperçu des facteurs clés de notation	5
Définition de la notion de biais de notation.....	7
Faits stylisés sur les notations souveraines dans le monde	7
Les niveaux de notation	7
Les mouvements de notation	9
Les taux de défaut	11
Les biais de notation et facteurs sous-jacents	13
Les disparités entre PED et économies avancées ou entre certaines régions	14
Les facteurs de proximité	14
Les asymétries d'information.....	16
Le risque de conflits d'intérêts.....	17
Conclusion et pistes d'amélioration.....	18
Une agence de notation publique et multilatérale ?	19
Promouvoir davantage l'usage de notations internes ?	19
Expliciter les ajustements qualitatifs des notations ?	20
Intégrer les pertes en cas de défaut dans les notations ?	20
Intégrer les risques environnementaux de manière plus explicite, systématique et rigoureuse ?	21
Rééquilibrer la gouvernance internationale de la supervision financière ?	21
Quel rôle pour les institutions de financement du développement ?	22
Annexes	24
Annexe I. Les échelles de notation	24
Annexe II. L'échantillon pays	25
Annexe III. Liste des défauts souverains et mode de calcul des taux de défaut.....	26
Annexe IV. L'indice de proximité.....	27
Annexe IV. Liste des sanctions de la SEC et de l'ESMA à l'encontre des <i>Big Three</i>	28
Listes des acronymes et abréviations	29
Références bibliographiques	30

Introduction

Les notations souveraines mesurent la capacité et la volonté d'un État à rembourser sa dette publique dans les délais impartis. Ces notations, dont les plus influentes sont émises par les agences de notation états-uniennes – Moody's, Fitch et S&P (soit les « *Big Three* ») – jouent un rôle central dans nos systèmes financiers. Avec le pouvoir d'influencer environ 130 000 Mds USD d'épargne investie dans les marchés obligataires¹, elles sont déterminantes pour les conditions de financement des États, notamment les taux (Afonso, Furceri et Gomes 2012, Cantor et Packer 1996) et les maturités auxquelles ils émettent (Stancu et Minescu 2011). Elles peuvent également affecter l'économie réelle, avec des retombées sur le financement des entreprises privées et donc leur capacité d'investissement² (Almeida, et al. 2017), et peuvent avoir des incidences sur la répartition des investissements directs à l'étranger (Cai, Kim et Wu 2019, Arogundade, Biyase et Eita 2022).

Longtemps réservées aux économies avancées, les notations souveraines se sont étendues progressivement à partir des années 1990 aux pays émergents et en développement (PED) cherchant à diversifier leurs sources de financement via des émissions obligataires, souvent avec l'appui des institutions multilatérales (**graphique 1**). Cette période était notamment marquée par les premières émissions d'obligations souveraines par des PED comme moyen de financement de projets d'infrastructures comme sources de financement alternatives aux prêts concessionnels. En même temps, les agences de notation ont activement cherché à étendre leur couverture des marchés émergents en réponse à la demande croissante des investisseurs à la recherche d'informations sur ces économies moins bien connues. En 2024, les PED représentaient 111 des 154 pays notés par les *Big Three*. Étant donné l'impact structurant que les notations souveraines peuvent avoir sur la capacité de ces États à se financer et ainsi mettre en œuvre des investissements ou des dépenses en faveur de leur développement économique et humain, la question de leur précision, leur fiabilité et leur objectivité sont essentielles.

Graphique 1 – Pays notés par au moins une agence des *Big Three* par région
(nombre de pays)



Source : Moody's, Fitch, S&P

Or, les critiques à l'égard des *Big Three* de la part du public, des décideurs politiques et des chercheurs sont multiples. De manière générale, leur modèle économique, en particulier le modèle « *issuer-pays* » (en anglais : l'émetteur paie), interroge en matière de conflit d'intérêts. En effet, la grande majorité des revenus générés par les agences des *Big Three* proviennent directement des émetteurs d'obligations.³ Ainsi, de peur de perdre des parts de marché, les agences de notation seraient réticentes selon certains à attribuer de mauvaises notations (Lynch 2009). Les agences de notation sont également accusées par certains d'avoir joué un rôle catalyseur lors des dernières grandes crises financières (ex : crise est-asiatique des années 1990, crise financière de 2008, crise de la zone euro de 2012, crise Covid-19). Les résultats de plusieurs études suggèrent que les agences ont un effet procyclique, caractérisé par un optimisme

¹ À compter d'août 2020, l'*International Capital Market Association* estimait la taille de marché obligataire mondial représentait 128 000 Mds USD, dont 89 000 Mds USD en dette souveraine, supranationale et d'agence gouvernementale.

² Cet effet boule de neige est une conséquence de la politique de plafonnement des notations non-souveraines des agences de notation. Celles-ci exigent généralement que les notations des entités non-souveraines restent égales ou inférieures à un plafond pays, lui-même lié à la notation souveraine de leur pays de résidence.

³ Comme expliqué plus bas dans cette étude, les sources potentielles de conflits d'intérêt sur les notations souveraines seraient surtout de nature indirecte, l'activité de notation souveraine ne représentant généralement pas une part importante du chiffre d'affaires des agences. Certaines notations souveraines sont même émises de façon « non-sollicitée », c'est-à-dire qu'elles ne sont pas payées par l'État noté.

excessif avant, une sévérité disproportionnée pendant et un conservatisme persistant après les crises (Ferri, Liu et Stiglitz 1999, Mora 2006, Afonso et Gomes 2011). Loin d'être anodine, cette procyclicité exacerberait les chocs économiques et pourrait mener à des prophéties auto-réalisatrices (Gärtner et Griesbach 2012, Schumacher 2014).

Certains dirigeants de PED, en particulier africains, s'élèvent par ailleurs contre ce qu'ils considèrent être une discrimination systématique de la part des *Big Three*, avec un favoritisme perçu pour les économies avancées et un pessimisme à leur égard. Les agences du *Big Three* ne tiendraient pas suffisamment compte de leurs fondamentaux et, faute d'une réelle implantation locale, ne connaîtraient pas suffisamment les contextes nationaux qu'elles sont censées analyser (African Peer Review Mechanism 2023). Ces mêmes pays reprochent aux agences d'avoir trop sévèrement dégradé leurs notations souveraines dans les crises récentes. En octobre 2020, l'*African Peer Review Mechanism*, un organe de l'Union Africaine, lance son premier rapport de surveillance des notations souveraines en Afrique à la suite de dégradations considérées comme excessives durant la crise Covid-19 (Commission économique pour l'Afrique 2020). Galvanisés par les lacunes perçues des *Big Three*, les gouvernements africains se mobilisent pour promouvoir des alternatives. L'Union Africaine est en train de lancer sa propre agence de notation détenue et financée par les gouvernements de la région en 2025 (African Peer Review Mechanism 2025).

La présente étude offre une vue d'ensemble des grandes tendances en termes de notations souveraines par les *Big Three* et passe en revue la littérature sur les biais de notations, examinant la question de l'existence potentielle de biais envers certaines régions en développement, et, le cas échéant, à l'expliquer. L'étude est structurée de la façon suivante : la première section détaille de façon succincte les méthodologies de notation souveraine utilisées par les agences des *Big Three* et définit la notion de biais de notation ; la deuxième section analyse les faits stylisés sur les notations souveraines dans le monde, leurs mouvements et les taux de défaut associés pour identifier des signes préliminaires de biais possibles ; la section trois présente la revue de littérature sur les biais de notation, leurs causes potentielles et examine les implications pour les PED ; enfin, l'étude conclut en explorant plusieurs propositions d'amélioration de l'architecture internationale du système financier.

Les méthodologies de notation souveraine

Aperçu des facteurs clés de notation

Tableau 1 – Aperçu des méthodologies de notation souveraine des *Big Three*

Moody's		Fitch		S&P	
Piliers	Facteurs clés	Piliers	Facteurs clés	Piliers	Facteurs clés
Force économique	Dynamique de croissance	Caractéristiques structurelles	Qualité de la gouvernance	Évaluation institutionnelle	Efficacité, stabilité et prévisibilité
	Ampleur de l'économie		Richesse et flexibilité de l'économie		Transparence et responsabilité
	Revenu national		Stabilité et capacité politiques	Évaluation économique	Niveaux de revenu
Institutions et force de gouvernance	Qualité des institutions	Performances, politiques et perspectives macroéconomiques	Risques du secteur financier		Perspectives de croissance
	Efficacité des politiques monétaire et budgétaire		Cadres stratégiques	Évaluation externe	Diversité et volatilité économiques
Solidité budgétaire	Fardeau de la dette		Croissance du PIB		Statut de la devise
	Abordabilité de la dette	Finances publiques	Inflation		Liquidité externe
Sensibilité au risque lié aux événements	Risque politique		Taux de change effectif réel	Évaluation fiscale	Position extérieure
	Risque de liquidité publique		Dette publique		Flexibilité budgétaire
	Risque du secteur bancaire		Solde public		Tendances et vulnérabilités budgétaires
	Risque de vulnérabilité externe	Comptes externes	Dynamique de la dette	Appréciation monétaire	Structure de la dette et accès au financement
			Politique budgétaire		Passifs contingents
			Balance des paiements		Régime de change
			Bilan externe		Crédibilité de la politique monétaire
			Liquidité externe		
Risque économique		Risque de finances publiques	Risque externe	Risque de stabilité financière	Risque politique et institutionnel

Source : élaboration des auteurs

Les agences déterminent leurs notations souveraines, exprimées sur des échelles alphanumériques (voir [annexe I pour un aperçu des échelles](#)), grâce à des méthodologies disponibles publiquement qui expliquent les critères de notation et les techniques utilisées. Le **tableau 1** présente un aperçu des piliers analytiques et des facteurs clés de notation des trois agences des *Big Three*. Bien que les méthodologies diffèrent dans les techniques de modélisation, les indicateurs sélectionnés et les pondérations, les facteurs clés sont très similaires. On peut en effet les regrouper au sein de cinq grandes catégories de risque : i) le risque économique (ex : croissance, revenu par tête, taille de l'économie, efficacité des politiques macroéconomiques) ; ii) le risque de finances publiques (ex : dette publique, soldes budgétaires, flexibilité dans le financement) ; iii) le risque externe (ex : balance des paiements, position externe, vulnérabilité aux chocs) ; iv) le risque de stabilité financière (ex : taille et résilience du secteur bancaire, cadre réglementaire et de supervision, dette privée, déséquilibres financiers) ; et v) le risque politique et institutionnel (ex : qualité des institutions, efficacité de l'action publique, stabilité du système politique, risques géopolitiques). Si les *Big Three* reconnaissent l'importance des facteurs environnementaux pour le risque de crédit, ces derniers ne sont pas encore intégrés de façon systématique et explicite dans leurs méthodologies souveraines (Gratcheva, et al. 2021, Capiello, et al. 2025)⁴.

Pour analyser ces facteurs, les méthodologies comprennent à la fois des facteurs quantitatifs (indicateurs macroéconomiques, financiers, de gouvernance, etc.) et des évaluations qualitatives à dire d'expert. Le **tableau 2** compile les indicateurs qui sont évalués de manière quantitative par les *Big Three*. Chaque agence évalue ces indicateurs de façon différente : Fitch calcule un score en appliquant des coefficients (basés sur une régression utilisant la méthode des moindres carrés ordinaires) à chacune des variables, Moody's associe une notation à chacun des indicateurs sur une échelle ordinaire grâce à des seuils absolus alors que S&P détermine des scores en utilisant principalement des tables de correspondance pour croiser plusieurs indicateurs avec des seuils prédéfinis.

À ceci s'ajoutent les évaluations qualitatives qui permettent de surmonter les limites d'une approche purement quantitative, comme le souligne Fitch dans sa méthodologie (Fitch Ratings 2023) : « aucun modèle quantitatif ne peut pleinement saisir toutes les influences pertinentes sur la solvabilité des États ». Ces évaluations, basées sur une analyse à dire d'experts formalisées au sein de comités via des décisions collégiales, tiennent compte de facteurs tels que les institutions, le système politique, la flexibilité et l'efficacité des politiques publiques, et la résilience économique ou budgétaire. Elles se rajoutent aux (ou se combinent avec) des évaluations quantitatives pour aboutir à une notation finale. Pour Moody's et S&P, les évaluations dites « quantitatives » peuvent elles-aussi être ajustées sur la base de facteurs qualitatifs. *A contrario*, les évaluations quantitatives de Fitch n'incluent pas de jugements subjectifs.

Tableau 2 – Aperçu des indicateurs quantitatifs de risque souverain utilisés par les *Big Three*⁵

Pilier de risque	Fitch (17 indicateurs)	Moody's (14 indicateurs)	S&P (9 indicateurs)
Risque économique	PIB par habitant ; PIB nominal/PIB mondiale ; Base monétaire/PIB ; Volatilité de la croissance du PIB réel ; Inflation ; Croissance du PIB réel	Croissance du PIB réel ; Volatilité de la croissance du PIB réel ; PIB nominal ; PIB par habitant	PIB par habitant ; Croissance du PIB par habitant ; Base monétaire
Risque de finances publiques	Dette publique/PIB ; Charge d'intérêt/Recettes ; Solde public/PIB ; Dette publique en devises/Dette publique	Dette publique/PIB ; Dette publique/Recettes ; Charge d'intérêt/Recettes ; Charge d'intérêt/PIB ; Δ Dette publique/PIB ; Dette publique en devises/PIB ; Autres dettes du secteur public non financier/PIB ; Actifs financiers publics	Δ Dette nette publique/PIB ; Dette nette publique/PIB ; Charge d'intérêt/Recettes
Risque externe	Part de la devise dans les réserves mondiales ; Exportations de matières premières/Recettes de la balance courante ; Réserves/Paiements de la balance courante ; Actifs étrangers nets souverains/PIB ; (Solde de la balance courante + IDE nets)/PIB ; Charge d'intérêt externe/Recettes de la balance courante		Dette nette externe/Recettes de la balance courante ou Paiements de la balance courante ; Besoin de financement externe/ (Recettes de la balance courante + réserves officielles)
Risque de stabilité financière		Total des actifs bancaires domestiques/PIB	Total des actifs bancaires/PIB
Risque politique et institutionnel	Indicateurs de gouvernance de la Banque mondiale	Indicateurs de gouvernance de la Banque mondiale*	

* Pour Moody's, les indicateurs de gouvernance sont évalués conjointement avec d'autres facteurs qualitatifs.

Source : élaboration des auteurs

⁴ En étudiant de manière empirique l'impact des risques climatiques sur les notations souveraines de DBRS, Fitch, Moody's et S&P, Capiello, Ferrucci, Maddaloni et Veggente (2025) trouvent que seul le risque physique est reflété dans les notations souveraines, le risque de transition n'étant pas intégré systématiquement.

⁵ Nous ne listons dans ce tableau que les indicateurs qui sont évalués de manière quantitative. Les agences du *Big Three* utilisent aussi d'autres indicateurs macroéconomiques pour informer leurs évaluations qualitatives.

Définition de la notion de biais de notation

Dans cette étude, nous retenons une définition large de la notion de biais : le biais est une déviation systématique par rapport au jugement objectif qui serait influencée par des facteurs subjectifs tels que les émotions, les expériences, les préjugés et les raccourcis cognitifs. Ce serait une erreur que d'associer toute déviation des notations produites par un modèle quantitatif à un biais. Ces déviations peuvent être justifiées par des facteurs qualitatifs légitimes appuyés par un argumentaire clair et appliqués de façon rigoureuse et cohérente à tous les émetteurs. Ainsi, c'est la triple dimension subjective, systématique et erronée que nous considérons comme étant constitutives d'un biais. Les évaluations qualitatives nécessitent par nature le jugement d'un comité de notation et impliquent donc une forte dimension subjective. Dans l'idéal, ce jugement serait basé sur des critères bien définis, appliqués de façon équitable et rigoureuse à tous les souverains, sans discrimination. Dans la pratique, il est susceptible de souffrir de biais qui pourraient affecter les notations et conduire à un optimisme ou un pessimisme excessif et systématique. Notons que les évaluations quantitatives peuvent elles aussi être sujettes à des biais dans la sélection des indicateurs et des méthodes de modélisation, mais devraient *a priori* être appliquées de manière uniforme à l'ensemble des souverains.

Faits stylisés sur les notations souveraines dans le monde

Pour mieux comprendre les critiques qui sont faites envers les agences de notation et notamment les accusations de discrimination envers les PED, il faut situer le débat dans un univers de plus en plus varié de notations souveraines et d'un historique contrasté en fonction des régions. Cette section présente une analyse descriptive des tendances dans les notations souveraines pour les 161 États ayant déjà été notés par une ou plusieurs des *Big Three* dans six régions (voir l'annexe II pour l'échantillon pays et la classification régionale) sur la période allant de 1990 à 2023. Le **tableau 3** présente un aperçu du nombre de pays et des indicateurs de développement associés à chaque région. Pour le reste de cette étude, nous n'analysons que les notations long-terme en devises, celles qui sont les plus utilisées par les investisseurs internationaux. Par souci de lisibilité, les notations de Moody's sont converties sur l'échelle de Fitch et S&P.

Tableau 3 – Aperçu de l'échantillon retenu pour les faits stylisés

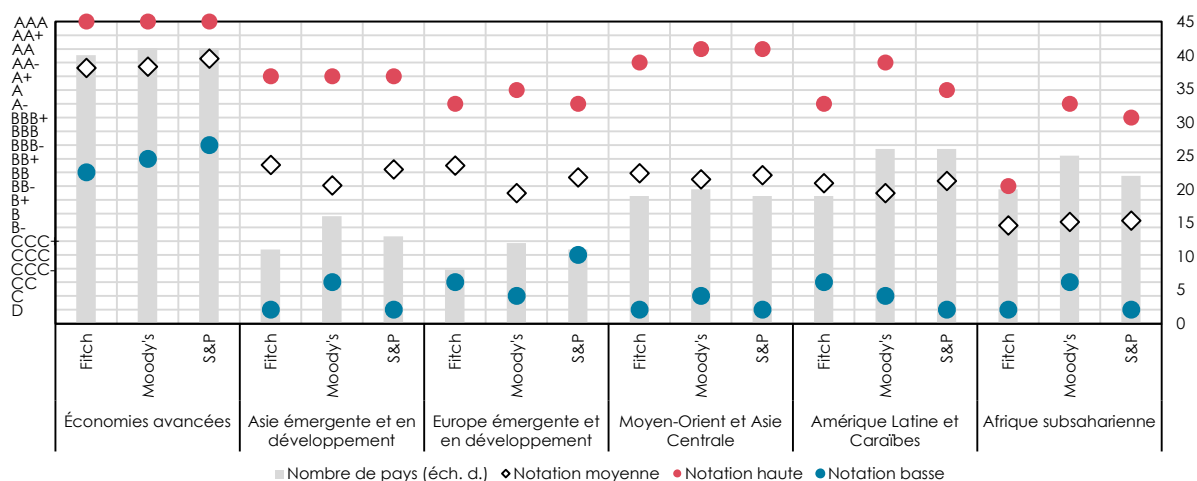
Régions	Nombre de pays	PIB par habitant moyen (USD PPA)	Indice de développement humain moyen
Économies avancées	43	63 581	0,92
Europe émergente et en développement	15	28 805	0,81
Asie émergente et en développement	23	26 844	0,77
Moyen-Orient et Asie Centrale	32	19 690	0,75
Amérique latine et Caraïbes	16	14 231	0,70
Afrique subsaharienne	32	7 386	0,57
Monde	161	30 102	0,76

Source : FMI, PNUD, calculs des auteurs

Les niveaux de notation

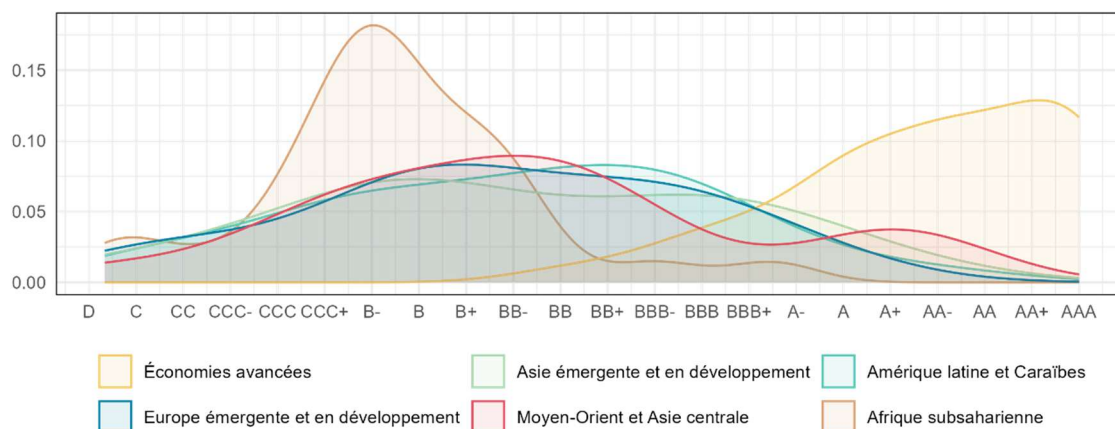
Les **graphiques 2 et 3** présentent un aperçu des notations souveraines dans les différentes régions du monde à fin-2023. L'analyse préliminaire de la distribution des niveaux de notation souveraines est révélatrice. Tout d'abord, nous remarquons une forte homogénéité entre les trois agences ; les niveaux moyens de notation ne divergent pas à plus de deux crans et les positionnements relatifs des régions sont quasi-identiques. De surcroît, nous remarquons des écarts importants entre les régions : les notations des économies avancées sont bien au-dessus des notations de celles des PED, avec un écart d'environ neuf crans en moyenne. Parmi les PED les pays d'Asie, d'Europe du Moyen Orient et Asie centrale et d'Amérique latine sont en moyenne notés à des niveaux similaires (autour de BB), au-dessus de l'Afrique subsaharienne (B-/B). À noter que ces disparités ne démontrent pas en elles-mêmes des biais. Elles peuvent en effet être le reflet de facteurs de différenciation légitimes dans les fondamentaux, les caractéristiques structurels et les contextes politiques et institutionnels des pays. Il est généralement admis que les PED ont des économies plus vulnérables, ont moins de flexibilité dans le financement de leur dette souveraine, et souffrent de lacunes dans leur gouvernance (Luitel, Vanpée et De Moor 2016), ce qui pourrait expliquer les écarts observés.

Graphique 2 – Aperçu des notations souveraines par agence et par région, 2023



Source : Moody's, Fitch, S&P, calculs des auteurs

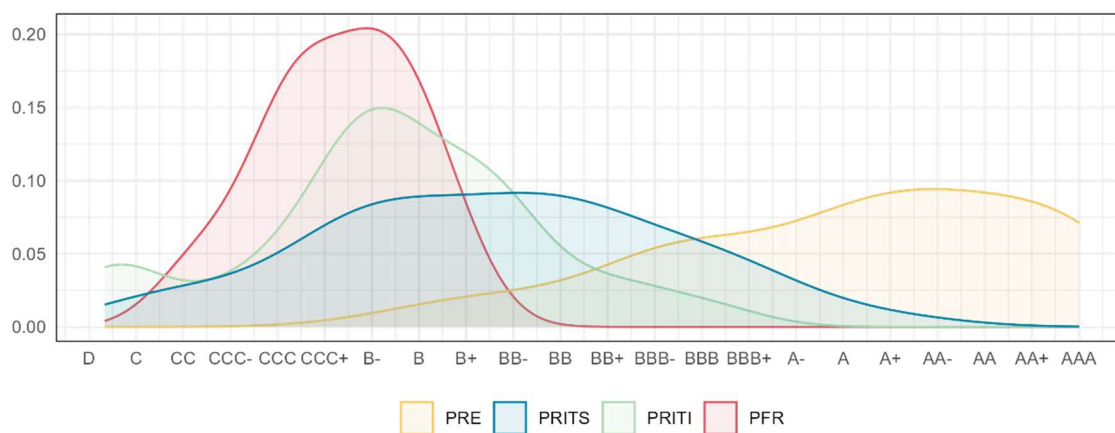
Graphique 3 – Diagrammes de densité des notations souveraines moyennes par région, 2023



Note : Les notations moyennes sont arrondies au cran près.

Source : Moody's, Fitch, S&P, calculs des auteurs

Graphique 4 – Diagrammes de densité des notations souveraines moyennes par catégorie de revenu, 2023



Note : Les notations moyennes sont arrondies au cran près.

Source : Moody's, Fitch, S&P, calculs des auteurs

Les mouvements de notation

Dans un deuxième temps, nous nous intéressons aux mouvements de notation, en faisant la distinction entre les rehaussements et les dégradations sur une année calendaire ainsi que le nombre de crans de cas de mouvement. Le **tableau 4** présente les différents mouvements interannuels observés entre 1990 et 2023 par agence et par région. À l'échelle du monde, force est de constater que la stabilité des notations est la norme ; pour les trois agences, les notations souveraines sont restées stables environ 4 fois sur 5 sur l'ensemble de l'échantillon et les mouvements au-delà d'un cran sont rares (autour de 5% pour toutes les agences). Historiquement, les mouvements ont tendance à être légèrement orientés à la hausse pour les trois agences (ratios de dégradation/rehaussement entre 0,85 et 0,95). À nouveau, nous observons des distinctions nettes entre les différentes régions. Pour les trois agences, les notations des économies avancées sont les plus stables et leurs mouvements sont le plus souvent orientés à la hausse. Cette orientation positive s'observe également parmi les PED d'Europe et d'Asie tandis que les variations sont relativement équilibrées pour les PED d'Amérique latine et du Moyen-Orient et d'Asie centrale. Les mouvements de notation pour l'Afrique subsaharienne sont bien plus souvent orientés à la baisse. Le ratio dégradation/rehaussement pour l'Afrique est en effet le plus élevé de toutes les régions (entre 1,44 et 3,92) chez les trois agences et est environ 2 à 3 fois plus élevé que ceux des autres régions pour Moody's et S&P.

Tableau 4 – Répartition des changements de notation par agence et par région, 1990-2023

Changement notation	Monde	Économies avancées	Europe émerg. et en dév.	Asie émerg. et en dév.	Moyen-Orient et Asie Centrale	Amérique latine et Caraïbes	Afrique subsaharienne
Fitch							
Rehaussement multi-crans	1,67%	1,30%	4,26%	0,86%	0,33%	2,49%	1,86%
Rehaussement d'un cran	10,08%	8,95%	15,32%	11,64%	10,49%	12,22%	6,52%
Pas de changement	78,26%	82,76%	68,51%	80,17%	74,43%	71,72%	79,50%
Dégradation d'un cran	6,74%	4,85%	7,23%	5,17%	10,82%	8,60%	8,07%
Dégradation multi-crans	3,26%	2,14%	4,68%	2,16%	3,93%	4,98%	4,04%
Ratio dégradation/rehaussement	0,85x	0,68x	0,61x	0,59x	1,36x	0,92x	1,44x
Moody's							
Rehaussement multi-crans	2,02%	2,37%	3,02%	0,57%	2,29%	2,32%	0,00%
Rehaussement d'un cran	7,75%	5,99%	11,07%	9,77%	8,03%	9,67%	4,49%
Pas de changement	80,99%	86,12%	74,16%	81,03%	79,36%	76,57%	77,90%
Dégradation d'un cran	5,88%	3,47%	7,38%	5,46%	6,65%	6,54%	13,48%
Dégradation multi-crans	3,36%	2,05%	4,36%	3,16%	3,67%	4,90%	4,12%
Ratio dégradation/rehaussement	0,95x	0,66x	0,83x	0,83x	1,00x	0,95x	3,92x
S&P							
Rehaussement multi-crans	1,46%	1,31%	3,46%	0,31%	0,80%	2,46%	0,63%
Rehaussement d'un cran	10,31%	8,89%	14,53%	13,19%	10,70%	13,06%	5,31%
Pas de changement	77,65%	83,29%	68,17%	77,91%	77,54%	67,90%	79,38%
Dégradation d'un cran	7,42%	4,64%	9,34%	6,13%	6,42%	11,52%	11,88%
Dégradation multi-crans	3,16%	1,86%	4,50%	2,45%	4,55%	5,07%	2,81%
Ratio dégradation/rehaussement	0,90x	0,64x	0,77x	0,64x	0,95x	1,07x	2,47x

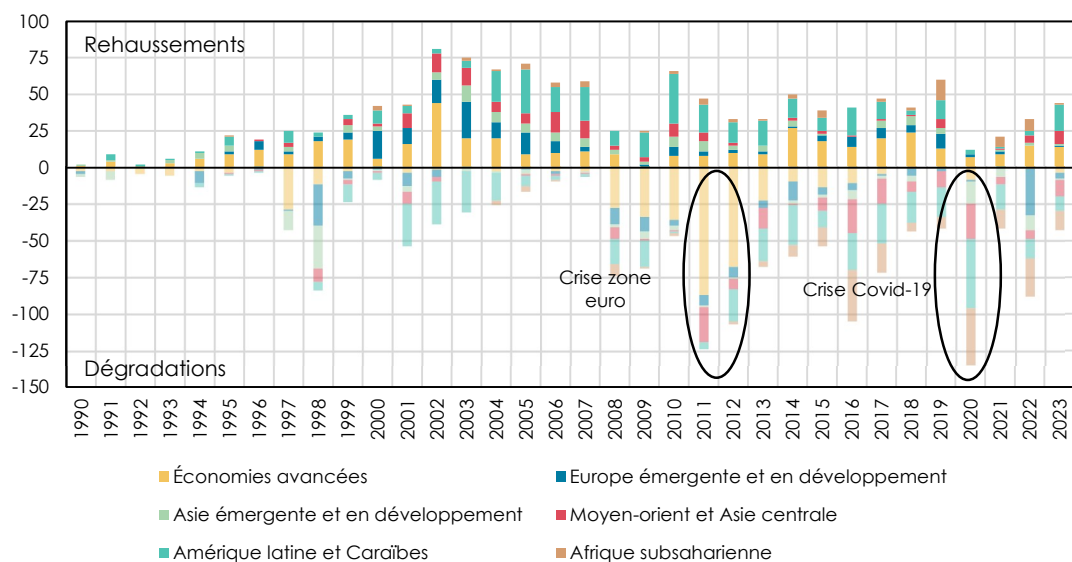
Source : Moody's, Fitch, S&P, calculs des auteurs

Afin de mieux appréhender s'il agit d'un traitement différencié en fonction des pays, il est intéressant d'examiner deux périodes contrastées de dégradations importantes des notations souveraines représentés dans le **graphique 5** :

- **Crise de la zone euro (2011-2012)** : Une accumulation de déséquilibres et de fragilités macroéconomiques, exacerbée par la crise financière de 2008, a résulté en une crise de la balance des paiements et de la dette souveraine dans plusieurs pays de la zone euro, suivie d'une dégradation très rapide et marquée des notations souveraines. Cet épisode s'est soldé des défauts souverains de la Grèce et de Chypre en 2012 et 2013 respectivement. Durant cette période, les économies avancées ont constitué 67% des dégradations cumulées (en crans) des notations souveraines par les *Big Three*.

- **Crise de la Covid-19 (2020) :** Un choc externe asymétrique indépendant des développements structurels antérieurs a généré une forte détérioration conjoncturelle des fondamentaux économiques des pays à l'échelle mondiale. Ceci a poussé les agences à dégrader un grand nombre de PED tandis que les notations des pays développés sont restées globalement stables. En 2020, les PED ont constitué 93% des dégradations cumulées (en crans) des notations souveraines.

Graphique 5 – Dégradations et rehaussement annuels cumulés des notations par région
(nombre de crans)

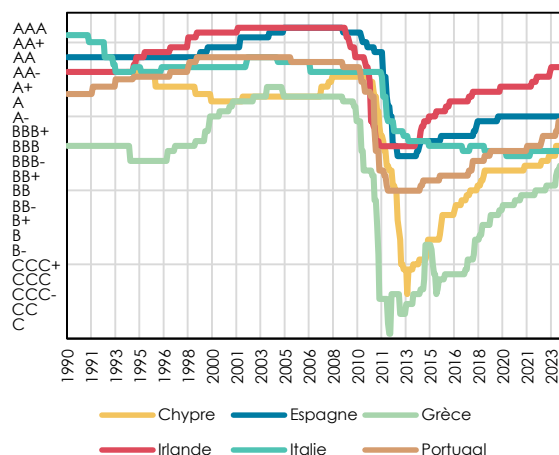


Note : Ce graphique reprend les ajustements en crans cumulés de toutes les notations souveraines des *Big Three*.
Source : Moody's, Fitch, S&P, calculs des auteurs

La comparaison de ces deux épisodes de stress élevé sur les notations souveraines soulève une question importante sur la procyclicité des notations souveraines et un traitement potentiellement différencié selon les géographies concernées. Dans le cas de crise de la zone euro, un consensus sur les causes de la crise semble émerger et met en exergue l'incapacité des agences de notation et des marchés financiers plus globalement à reconnaître l'accumulation de fragilités macroéconomiques des pays européens. Dans une revue des perspectives d'une vingtaine d'économistes sur les causes de la crise de la zone euro, Baldwin et Giavazzi (2016) arrivent à la conclusion suivante : « Dans le cas de la crise de la zone euro, les déséquilibres n'avaient rien d'original. Il s'agissait des coupables habituels qui sont responsables des crises économiques depuis des temps immémoriaux, à savoir une dette publique et privée trop importante empruntée à l'étranger ».

Pour autant, les notations souveraines des pays de la périphérie étaient remarquablement stables (voire en hausse) dans les années précédant la crise avant de voir des dégradations rapides et très marquées (**graphique 6**). Plusieurs études suggèrent que la rapidité et l'ampleur de ces dégradations s'expliquent en partie par un optimisme excessif dans les notations souveraines de la période pré-crise malgré des détérioration dans les fondamentaux (D'Agostino et Lennkh 2016, Brùha, et al. 2017, Polito et Wickens 2015, Vernazza et Nielsen 2015). Ceci pourrait s'expliquer par l'optimisme généralisé lié à l'adoption de la monnaie commune et sur le bon fonctionnement de l'union monétaire malgré les lacunes de l'architecture européenne telles que le manque de crédibilité du cadre budgétaire, la fragmentation des cadres réglementaires ou le manque d'union politique (Willet et Srisorn 2014).

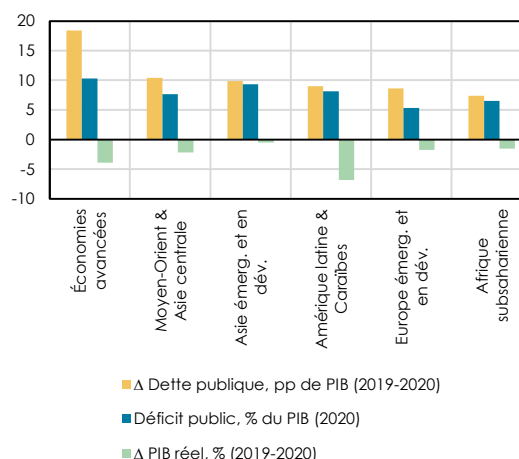
Graphique 6 – Notations souveraines dans la périphérie de la zone euro



Note : Ce graphique présente les moyennes simples des notations souveraines des *Big Three*. Note : Les régions sont classées en fonction de la hausse cumulée du ratio d'endettement public.

Source : Fitch, Moody's, S&P, calculs des auteurs

Graphique 7 – Impact économique et budgétaire de la crise Covid-19 par région



Source : FMI, calculs des auteurs

Ceci contraste avec la crise de la Covid-19. À première vue, l'impact économique et budgétaire de la crise en 2020 a été globalement plus important pour les économies avancées que pour les PED (**graphique 7**). En effet, les économies avancées ont généralement connu des récessions plus profondes, des déficits plus larges et une accumulation de dette publique plus importante que les PED. Or, les taux de dégradation des notations souveraines en 2020 pour l'Afrique subsaharienne (55% des pays notés ont subi au moins une dégradation au cours de l'année), l'Amérique latine (48%), et le Moyen-Orient et l'Asie centrale (38%), et l'Asie émergente et en développement (31%) sont bien au-dessus de ceux des économies avancées (16%) qui ont bénéficié dans l'ensemble d'une bonne stabilité de leurs notations souveraines.

Il n'est toutefois globalement pas surprenant d'observer une plus grande volatilité dans les notations des PED qui sont souvent caractérisés par des économies plus volatiles et exposées à des chocs externes. Ceci est notamment le reflet, entre autres, d'une plus grande dépendance aux matières premières sujettes aux fluctuations des marchés, d'un accès moins fiable aux marchés des capitaux, et de déséquilibres macroéconomiques préexistants. De même, leur capacité institutionnelle, budgétaire et monétaire pour faire face aux chocs peut être plus contrainte que celle des économies avancées. Ces facteurs peuvent sous-tendre les contrastes qu'on observe dans les mouvements de notations.

Les taux de défaut

Les agences de notation expliquent que les notations souveraines sont des opinions sur les risques relatifs de défaillance des États et ne correspondent pas strictement à des probabilités statistiques de défaut. En d'autres termes, les agences ne s'engagent pas à associer un niveau de notation spécifique à une probabilité quantifiable de défaut futur, bien qu'elles doivent publier des tables de sinistralité ex-post pour satisfaire leurs contraintes réglementaires (Securities and Exchange Commission 2014, Union européenne 2009). Les performances des notations peuvent ne pas être comparables entre différents types d'émetteurs (souverains, *corporates*, produits structurés, etc.). Il en résulte que les risques de défaillances à notation égale peuvent ne pas être les mêmes d'un type d'émetteur à l'autre (Securities and Exchange Commission 2017). Ceci étant, nous nous attendons à ce que les taux de défaut des notations satisfassent plusieurs attentes au sein d'une catégorie d'émetteur : i) les taux de défaut devraient augmenter progressivement à mesure que l'on descend dans l'échelle de notation ; et ii) il ne devrait pas *a priori* y avoir de disparités importantes et systématiques entre les taux de défaut à notation égale des différentes régions.

Ainsi, une analyse des taux de défaut historiques des souverains par catégorie de notation et par région permettrait de mieux appréhender s'il existe ou non des écarts systématiques dans les jugements des agences. Notre raisonnement est le suivant : si, à notation égale, les pays d'une région A affichent systématiquement des taux de défaut inférieurs aux pays d'autres régions, alors il est possible que les notations des pays de la région A soient systématiquement sous-évaluées par rapport au reste du monde.

Nous présentons donc ici une analyse des défauts souverains sur la dette en devises entre 1990 et 2023 pour Fitch et S&P.⁶

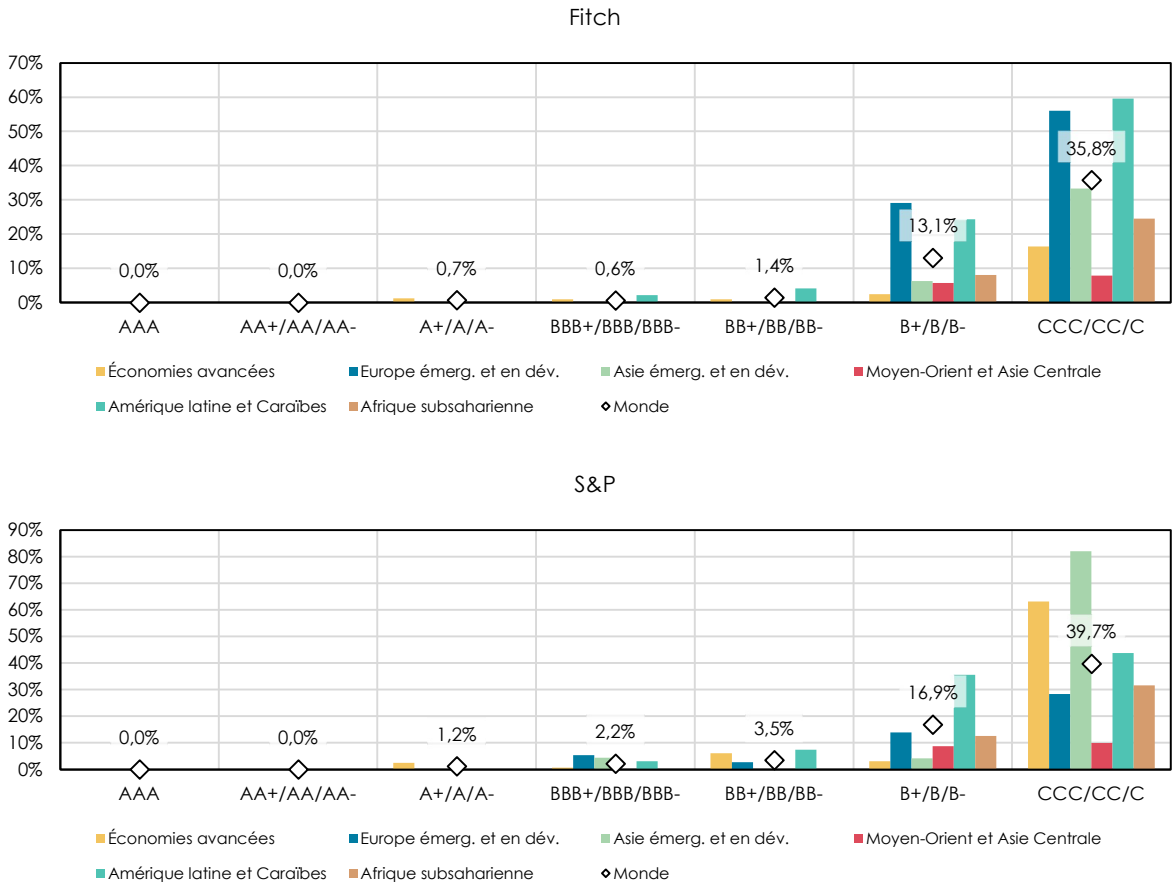
Tableau 5 – Aperçu des défauts souverains sur la dette en devises entre 1990 et 2023

Région	Nombre de défauts	% dans le total
Économies avancées	3	6%
Europe émergente et en développement	5	10%
Asie émergente et en développement	4	8%
Moyen-Orient et Asie Centrale	2	4%
Amérique latine et Caraïbes	28	55%
Afrique subsaharienne	9	18%
Monde	51	100%

Source : calculs des auteurs

Au total, il y a eu 51 cas isolés de défaillance par des États qui étaient notés par au moins Fitch ou S&P au moment du défaut sur cette période, principalement concentrées en Amérique latine et en Afrique subsaharienne (tableau 5). Le graphique 8 présente les taux de défaut souverain cumulés à horizon 5 ans sur la dette en devise par agence, catégorie de notation et région entre 1990 et 2023 (voir l'annexe III pour la liste des défauts et le mode de calcul des taux de défaut). Les principaux constats présentés ici sont également confirmés par l'analyse des taux de défaut à des horizons plus courts et plus longs.

Graphique 8 – Taux de défaut souverain cumulés à 5 ans par agence, catégorie de notation et région, 1990-2023 (%)



Source : Fitch, S&P, calculs des auteurs

De prime abord, il semblerait que les agences de notation arrivent à bien classer le risque relatif de défaut des États à l'échelle mondiale : plus la notation souveraine est basse, plus le taux de défaut augmente. Bien qu'il n'y ait eu aucun défaut à horizon 5 ans d'un souverain noté AAA, les taux de défaut atteignent 36% et 40% respectivement pour Fitch et S&P pour les souverains notés CCC+ ou moins. La

⁶ Moody's est exclue de l'analyse car, n'ayant pas de notation explicite pour un cas de défaut sur son échelle de notation, les dates et la durée des épisodes de défaut ne sont pas identifiables avec précision.

seule exception est le taux de défaut de Fitch pour les notations de la catégorie A+/A/A- (0,7%), qui serait, d'après nos calculs, légèrement plus élevé que celui pour les notations de la catégorie BBB+/BBB/BBB- (0,6%).

Cependant ce classement relatif est plus contrasté selon les régions, avec des disparités nettes et qui diffèrent selon les agences, une conséquence notamment des différences dans la composition de leurs portefeuilles respectifs. Pour les deux agences, les taux de défaut pour l'Amérique Latine sont quasi-systématiquement au-dessus du taux mondial, exception faite de la catégorie A+/A/A-. Ceci reflète en partie des défauts en séries de plusieurs États de la région dont l'Argentine (4 défauts depuis 1990), le Belize (5) ou l'Équateur (3) par exemple. Les taux de défaut pour l'Afrique subsaharienne et la région Moyen-Orient et Asie centrale sont souvent en-dessous des taux mondiaux. Enfin, pour les deux agences, aucune région à part celle des économies avancées n'affiche un taux de défaut cumulé à 5 ans supérieur à zéro pour la catégorie A-/A/A+. En effet, l'expérience de la crise de la zone euro fait figure d'exception dans l'histoire récente des notations souveraines : la Grèce, qui a fait défaut en 2012 était notée A par Fitch et S&P cinq ans auparavant et Chypre, qui a fait défaut en 2013, était noté A+ par S&P en 2008.⁷

Si l'analyse des taux de défaut pourrait en principe apporter un argument plus probant d'erreurs de jugement ou de biais systématiques, il faut l'interpréter avec une grande précaution dans le cas des notations souveraines. En effet, le nombre de défauts souverains dans l'univers de notation des agences des *Big Three* est très limité, et l'historique de leurs notations souveraines dans certaines régions est moins long que celui dans les économies avancées. Notamment, plusieurs défauts souverains en Afrique subsaharienne concernaient des pays non notés par les agences de notation, notamment dans le cadre de l'initiative des pays pauvres très endettés (PPTE, voir l'encadré 1). Durant cette période, plusieurs pays africains ont fait défaut sur leur dette et ont bénéficié d'un allègement considérable de leur dette. Ainsi, la taille réduite de l'échantillon de défauts souverains nous empêche de mener une analyse statistique robuste des écarts régionaux. Sur la base de ces analyses, il est important donc de ne pas conclure trop hâtivement à l'existence de biais.

Encadré 1 – PPTE : quelles conséquences pour les notations souveraines et les taux de défaut ?

L'initiative PPTE, lancée en 1996 par la Banque Mondiale, le FMI et le Club de Paris avait pour objectif initial d'alléger durablement la dette extérieure excessive des pays à faible revenu considérés comme très endettés et répondant à des critères stricts. Dans le cadre de cette initiative, 37 pays dont 31 sont africains – ont reçu un allègement leur dette de la part du FMI et d'autres créanciers. Au total, plus de 76 Mds USD ont été annulés, ce qui représentait entre 60 et 90% de la dette initiale des pays bénéficiaires au moment de la conclusion. Au moment où elle a été lancée, l'initiative PPTE devait également impliquer les créanciers privés dans les processus d'allègement de la dette. Dans la pratique, la participation de ceux-ci était limitée (Fonds monétaire international 2016) et certains pays ont continué de rembourser la dette détenue par des créanciers privés. Ceci a notamment constitué l'un des défis principaux de l'initiative.

Or, un certain nombre des pays bénéficiaires n'étaient pas notés durant cette période qui a vu une vague de défauts et de restructuration des dettes publiques en Afrique. De plus, les agences de notation tiennent compte des historiques de défauts des pays qu'elles notent *via* des critères explicites dans leurs méthodologies. Ainsi, les notations souveraines des pays bénéficiaires de PPTE pourraient être contraintes par les défauts observés durant les années 1990 et 2000 même si une grande partie des défauts ont eu lieu en dehors de l'historique de notation.

Ces effets risquent donc de créer des distorsions dans les taux de défaut présentés dans ce rapport et invitent à une certaine précaution pour leur interprétation.

Les biais de notation et facteurs sous-jacents

La littérature consacrée aux éventuels biais dans les notations de crédit s'est considérablement développée au cours des deux dernières décennies, en particulier depuis la crise financière de 2007-2009 (Griffin et Tang 2011) et la crise de la zone euro qui ont suscité un regain d'attention quant au rôle et aux pratiques des agences de notation. Les interrogations autour de potentiels biais dans les évaluations des agences de notation et des cas avérés d'erreurs de notations ont conduit la recherche à tenter de les identifier empiriquement et d'en expliquer les causes sous-jacentes.

⁷ S&P a abaissé la notation souveraine devises de Chypre à SD à la suite de l'échange de la dette du pays dans le cadre de son programme d'ajustement financier. Fitch n'a pas attribué de notation D à Chypre, considérant que les obligations étrangères chypriotes n'avaient pas été affectées par l'échange.

Les disparités entre PED et économies avancées

La littérature a d'abord cherché à explorer les disparités de traitement entre les économies avancées et les PED avec des résultats nuancés. Gültekin-Karakas, Hisarcikilar et Öztürk (2011) démontrent qu'il existerait une différence de traitement entre les PED et les économies avancées, d'abord dans la pondération des différents facteurs macroéconomiques. Ils trouvent que la méthodologie de notation souveraine des agences est « bien plus favorable envers les économies avancées » et ce, au-delà de ce qu'impliquent leurs fondamentaux. Öztürk (2014) quant à lui explique que les « biais » qui pénalisent les PED généralement identifiés dans la littérature peuvent provenir en partie des variations de la qualité des institutions. Les résultats d'Amstad et Packer (Amstad et Packer 2015) semblent également mettre en question l'hypothèse selon laquelle les notations sont plus faibles pour les économies émergentes du fait d'un large éventail de facteurs. Ceux-ci précisent toutefois que les principales agences pourraient encore mettre l'accent sur d'autres facteurs d'une manière qui pénalise les économies émergentes. Plus focalisés sur les mouvements de notation, Tennant, Tracey et King (2020) soulignent que les PED doivent atteindre des seuils de qualité de dette (entendu comme la capacité et la volonté d'un État de satisfaire ses obligations financières) plus élevés par rapport aux économies avancées pour bénéficier d'une amélioration de leurs notations, même en cas de progrès macroéconomiques et institutionnels favorables. De même, Jin, Hou et Yang (2025) utilisent un modèle qui tient compte de la boucle de rétroaction entre les notations et les taux d'intérêt et identifient empiriquement une surestimation du risque souverain des PED par S&P et Moody's par rapport aux marchés financiers sur la période 1993-2022. Certains auteurs insistent sur le poids des facteurs subjectifs et des ajustements qualitatifs dans les notations. Slapnik et Lončarski (2023) montrent en effet que la subjectivité des agences est particulièrement marquée dans les marchés émergents, où les ajustements qualitatifs sont souvent négatifs.

Certains auteurs ont cherché à explorer les différences de traitements envers certaines régions mais avec des résultats peu conclusifs. Certains auteurs trouvent que les agences pondèrent certains critères différemment selon le type de pays. Pour Mutize et Nkhalamba (2021), les agences de notation internationales pondéreraient moins les taux de croissance économique pour les pays africains qui ont tendance à afficher de bonnes performances sur cette métrique, ce qui donne crédit à l'argument que la région est globalement sous-notée. Yalta et Yalta (2018), quant à eux, identifient un biais positif envers les États-Unis mais ne trouvent pas de biais négatif envers des régions spécifiques. De même, Lysenko (2025) examine les biais potentiels envers l'Afrique sub-saharienne mais ne trouve pas de preuve significative de traitement différencié. Selon l'auteur, les écarts de notations seraient dus à des facteurs structurels liés aux niveaux de développement et à la qualité institutionnelle, mais l'auteur questionne également si le poids important attribué à ceux-ci est approprié.

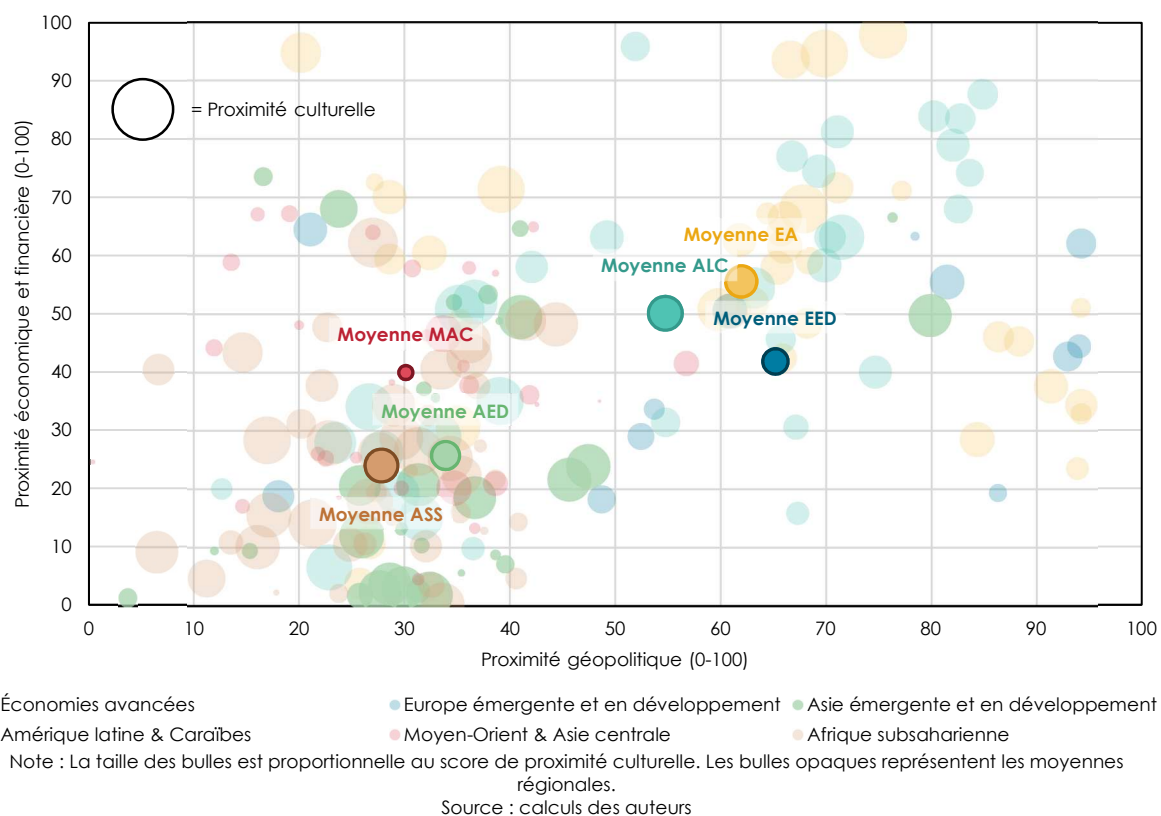
Les facteurs de proximité

Une partie de la littérature récente s'est attachée à identifier les biais domestiques et de proximité dans le calibrage des notations souveraines au-delà des seuls fondamentaux économiques, financiers et institutionnels. Fuchs et Gehring (2017) montrent que les agences ont tendance à noter plus favorablement leur pays d'origine ainsi que les pays présentant des liens étroits avec celui-ci. Leur étude, basée sur les données de neuf agences, identifie un biais domestique qui se traduit par une surévaluation d'environ un cran pour le pays d'origine de l'agence à fondamentaux constants. De même, ils trouvent que la proximité culturelle et financière avec le pays d'origine affecte positivement les notations souveraines. Ceci rejoint également les conclusions de Zheng (2012), qui suggère que les agences chinoises et occidentales pondèrent différemment leurs critères pour des raisons culturelles ou politiques. Yalta et Yalta (2018) montrent que le biais positif envers les États-Unis des agences du *Big Three* s'explique par le même biais, qui s'étend aux pays ayant des relations économiques et militaires étroites avec les États-Unis. De Moor et al. (2018) confirment ces précédents résultats d'un biais de proximité culturelle, géographique, et économique avec les États-Unis et identifie également les dépenses de lobbying aux États-Unis comme étant un facteur supplémentaire pouvant influencer positivement les notations souveraines.

Afin d'évaluer l'exposition potentielle des notations souveraines à de tels biais, nous proposons un indice de proximité qui couvre neuf indicateurs et 187 pays pour tenir compte des principaux vecteurs de biais de proximité identifiés par la littérature comme ayant un impact significatif sur les notations souveraines. Les scores sont exprimés sur une échelle de 0 à 100 et sont obtenus en calculant les rangs de percentile des pays sur les indicateurs sous-jacents identifiés comme ayant un impact significatif sur les notations par la littérature (voir [l'annexe IV pour un aperçu des indicateurs sous-jacents et de la méthodologie](#)). L'indice global de proximité est calculé comme une moyenne simple des trois composantes ci-dessous :

- **Proximité géopolitique** : La mesure dans laquelle le pays est aligné géopolitiquement avec les États-Unis ou présente un intérêt géostratégique pour les États-Unis.⁸
- **Proximité économique et financière** : Le degré d'intégration économique et financière du pays avec les États-Unis via le commerce international, les investissements directs à l'étranger et les dépenses de lobbying.
- **Proximité culturelle** : Le niveau de similitude entre la culture du pays et celle des États-Unis, approximé par la religion et le langage.

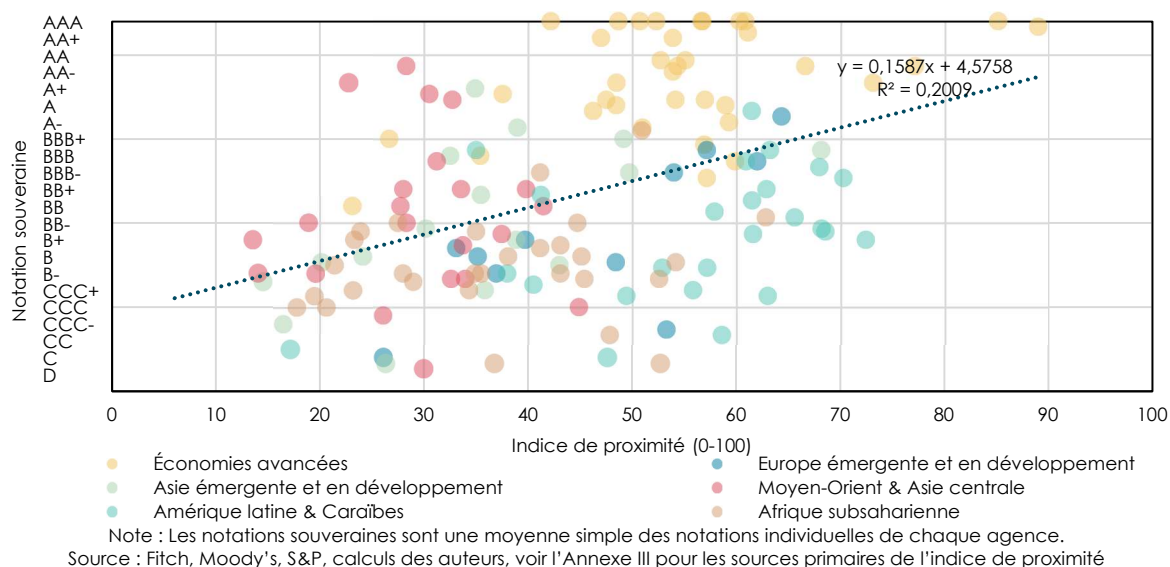
Graphique 9 – Aperçu de la proximité avec les États-Unis dans le monde



Le **graphique 9** présente le positionnement des 187 pays sur les trois dimensions de l'indice de proximité. Bien que les scores puissent diverger fortement entre les pays d'une même région, l'index de proximité montre que les économies avancées (score global moyen de 55/100) sont globalement les plus proches géopolitiquement, économiquement et culturellement des États. Parmi les PED, l'Amérique latine (53/100), et l'Europe (46/100) présentent également des niveaux de proximité élevés. A contrario, les PED d'Afrique (34/100), d'Asie (32/100) et du Moyen-Orient et d'Asie centrale (27/100) pourraient moins bénéficier des effets de biais de proximité. Notons par ailleurs que cet indice de proximité – qui ne contient aucun indicateur quantitatif utilisé explicitement dans les méthodologies des *Big Three* et ne devrait pas *a priori* influencer le risque souverain – capte 20% de la variance des notations souveraines (**graphique 10**).

⁸ Le contexte actuel soulève des questions sur les avantages que les pays tirent de leur alignement avec les États-Unis. Notons que les études sur les biais de proximité ainsi que les données utilisées dans ce rapport prédatent l'arrivée au pouvoir de l'administration Trump II, laquelle a pu modifier les alignements pour l'avenir.

Graphique 10 – Relation entre l'Indice de proximité et les notations souveraines de 2023

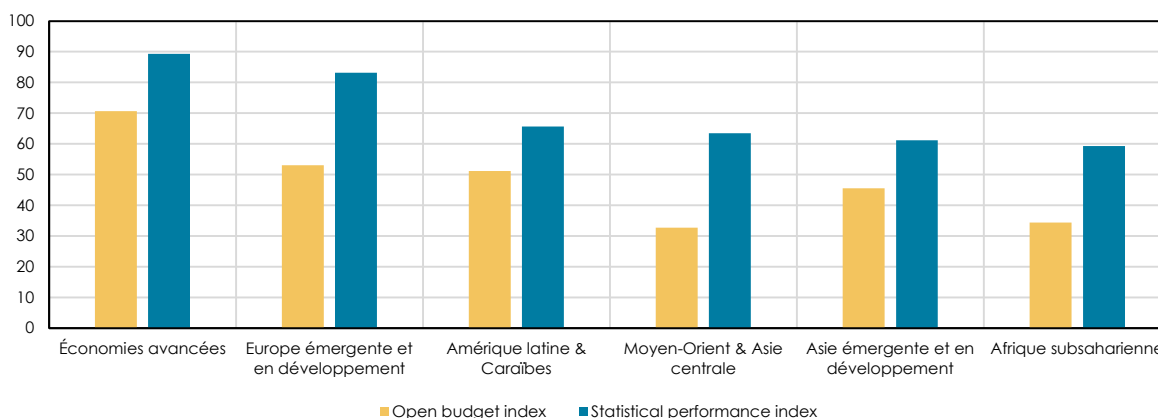


Les asymétries d'information

Les asymétries d'information peuvent également affecter les notations souveraines, notamment pour les PED. Lorsque l'information disponible pour l'analyse est limitée, incomplète ou jugée peu fiable, les agences peuvent adopter une approche plus conservatrice, pouvant conduire à des notations inférieures à celles que justifieraient les fondamentaux économiques réels s'ils étaient connus. Or, pour Ferri (2004), les PED sont particulièrement exposés à ces asymétries, en raison de la moindre qualité ou accessibilité des données publiées. Ce phénomène serait aggravé par un sous-investissement des *Big Three* dans la collecte et l'analyse d'informations dans les PED et mènerait à des notations sensiblement plus basses. Ferri et Liu (2005) étudient cette question et suggèrent que ce sous-investissement pourrait être dû au fait que les revenus générés par les agences dans les PED sont sensiblement inférieurs à ceux générés dans les économies avancées. Arbatli et Escolano (2015) démontrent ensuite qu'une meilleure transparence budgétaire pourrait considérablement améliorer les notations souveraines des PED en réduisant l'incertitude et en renforçant la confiance des agences dans la fiabilité des informations fournies. Enfin, Klusak et al. (2024) montrent que les connexions professionnelles entre les dirigeants des *Big Three* et les ministres des finances de 38 pays européens (ex : des anciens responsables politiques siégeant au conseil des agences) peuvent réduire les asymétries d'information et contribuer à une appréciation subjective plus favorable des agences.

Ainsi, l'accessibilité et la fiabilité de l'information jouent un rôle central dans les évaluations des agences de notation. Les méthodologies des agences en tiennent parfois compte explicitement. En effet, l'évaluation de la qualité des institutions de Moody's et S&P comprend une analyse de l'exhaustivité, de la fiabilité et de la ponctualité de publication des données (Moody's Investors Service 2022, S&P Global Ratings 2017). Fitch (2023) mentionne également que des lacunes dans les données peuvent induire des ajustements négatifs dans les notations souveraines. Cette prudence est justifiée afin d'éviter des erreurs de notations dans des contextes à forte incertitude. Cependant elle peut également pénaliser des pays qui auraient des fondamentaux sains si ces fondamentaux sont difficilement appréciables pour les analystes de crédit à cause d'un manque d'information.

Graphique 11 – Indicateurs de transparence et de fiabilité des données économiques et budgétaires



Source : Banque mondiale, International Budget Partnership, calculs des auteurs

Comment se positionnent les pays des différentes régions du monde sur cette dimension ? Le « [Statistical performance index](#) » mesure la maturité des systèmes statistiques nationaux en évaluant l'utilisation des données, la qualité des services, la couverture des sujets, les sources d'information, l'infrastructure et la disponibilité des ressources. En complément, le « [Open Budget Index](#) » évalue la disponibilité publique des huit documents budgétaires clés qui, ensemble, donnent une vue complète de la manière dont les ressources publiques ont été collectées, planifiées et dépensées au cours de l'année budgétaire. Encore une fois, les disparités régionales sont importantes (**graphique 11**) : les économies avancées affichent de bien meilleurs scores sur les deux dimensions tandis que les PED et plus particulièrement les pays africains accusent un retard important en termes de qualité et de disponibilités des données. Ces lacunes dans l'accès et la fiabilité de l'information pourraient par la suite induire des biais conservateurs de la part des agences de notation au-delà de ce que les fondamentaux réels impliqueraient.

Le risque de conflits d'intérêts

Le modèle économique des agences de notation qui repose principalement sur des revenus venant des émetteurs eux-mêmes soulève enfin des risques de conflits d'intérêts. Les émetteurs, dont les taux de financement dépendent de leur notation de crédit, pourraient faire pression pour que les agences produisent des évaluations plus laxistes, au détriment de l'intérêt général. Plusieurs réformes du cadre réglementaire ont été adoptées depuis la crise financière de 2008 aux États-Unis (Dodd-Frank Act de 2010) et en Europe (Règlement sur les agences de notation de crédit de 2009) pour réduire les risques de conflits d'intérêt, sans pour autant les éliminer complètement (Bush 2022). De fait, Fitch, Moody's et S&P ont toutes été sanctionnées par l'Autorité européenne des marchés financiers (*European Securities and Markets Authority*, ESMA) et/ou la *Securities and Exchange Commission* (SEC) pour des violations des règles sur les conflits d'intérêts depuis la mise en œuvre de ces réformes (voir [l'annexe V pour la liste complète des sanctions](#)).⁹

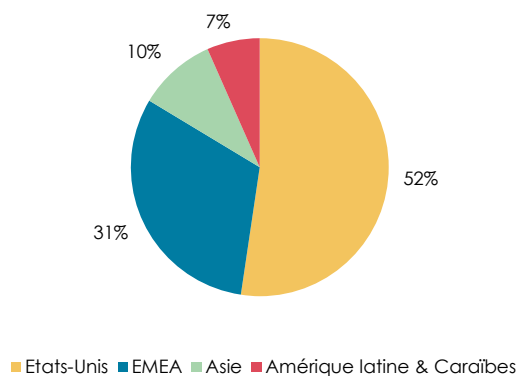
La recherche a tenté de mettre en exergue ce défi structurel. Bolton et al. (2012) proposent un modèle théorique pour expliquer les conflits d'intérêts structurels inhérents au modèle économique des agences, qui peuvent accentuer certains biais notamment à cause de la mise en compétition des agences par les émetteurs afin d'obtenir la meilleure notation possible (l'effet « shopping »). Cet effet est confirmé empiriquement par Vu, Alsakka et Gwilym (2022). Certains travaux révèlent qu'en moyenne, les notations non-sollicitées sont plus basses que les notations sollicitées (W. P. Poon 2001, Klusak, Uymaz et Alsakka 2024, Poon, Lee et Gup 2009) alors que d'autres n'en identifient aucun effet (Bartels 2018) ou suggèrent même un effet inverse (Bernal, Girard et Gnabo 2016).

Notons que, les analyses des conflits d'intérêt se limitent souvent à la prise en compte du statut sollicité versus non-sollicité des notations. Ce seul critère n'est pas forcément suffisant pour apprécier l'intérêt commercial que représentent les notations souveraines puisque la part des revenus générés par les notations souveraines est négligeable par rapport à celles des entreprises ou des produits structurés par exemple. Or les notations des autres classes d'actifs peuvent être affectées directement ou

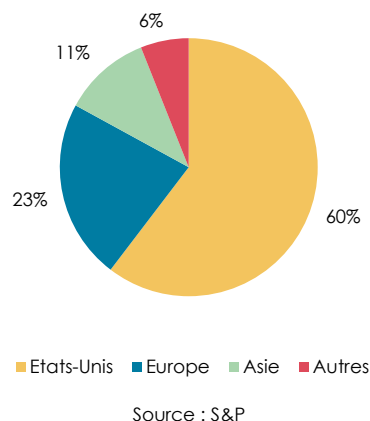
⁹ Notons toutefois que ces sanctions concernent principalement des notations de produits financiers structurés et non des notations souveraines. À la suite de la crise de la zone euro, le gouvernement Italien a intenté une action en justice contre Fitch et S&P pour avoir prétendument manipulé les marchés et abusé d'informations privilégiées lorsqu'ils ont dégradé la note de la dette souveraine italienne pendant la crise de la zone euro. Les tribunaux italiens ont finalement acquitté les agences en 2016-2017.

indirectement par les notations souveraines. Un mouvement dans la notation souveraine peut en effet affecter les notations non-souveraines¹⁰ via deux canaux : i) l'effet direct d'un abaissement du plafond pays, lui-même lié à la notation souveraine ; et ii) l'effet indirect sur l'environnement macroéconomique et financier dans lequel les entités non-souveraines opèrent. Moody's (2019) explique que « les dégradations de la note souveraine s'accompagnent souvent de dégradations de la note de nombreux émetteurs du pays, et les relèvements de la note souveraine peuvent s'accompagner de relèvements de la note d'émetteurs dont la notation était auparavant limitée ».

Graphique 12 – Chiffre d'affaires de Moody's par région



Graphique 13 – Chiffre d'affaires de S&P Global par région



Ainsi, les risques de conflits d'intérêts peuvent émaner non seulement de la relation commerciale avec l'État noté mais aussi de l'ensemble des intérêts d'affaires qu'une agence entretient au sein du pays. Les **graphiques 12 et 13** présentent les chiffres d'affaires de Moody's et S&P pour 2023 par région tels que présentés dans leurs comptes annuels¹¹. Pour chacune des deux agences, la part du chiffre d'affaires généré aux États-Unis domine largement (52% pour Moody's, 60% pour S&P). La part venant des PED est relativement faible : l'Asie et l'Amérique latine représentent 10% et 7% respectivement du chiffre d'affaires de Moody's alors que S&P génère seulement 11% en Asie et 6% dans les autres régions. L'enjeu commercial que représentent certaines grandes économies financiarisées (notamment les États-Unis et les pays de l'UE) vis-à-vis des PED pourrait présenter un risque de biais. Cela peut également se traduire par une capacité d'analyse inégale, car les marchés plus petits offrent moins d'incitations financières pour une couverture et une recherche approfondies.

Conclusion et pistes d'amélioration

Malgré les réformes entreprises depuis le début du 21^{ème} siècle et en dépit des appels à faire plus sur les dernières décennies, les controverses autour des agences de notation ne semblent pas s'atténuer. Si notre analyse des dynamiques régionales de notation ne permet pas d'établir l'existence d'un biais systématique – ce qui resterait par construction très difficile à mesurer notamment eu égard aux échantillons concernés et aux méthodologies utilisées – les éléments apportés par la littérature mettent en exergue les défis qui persistent dans ce secteur. Un modèle économique qui, bien que régulé, répond à une logique de marché et repose sur des revenus provenant des émetteurs eux-mêmes, des disparités en termes de proximité économique, géopolitique et culturelle avec les États-Unis, ainsi que des asymétries d'informations persistantes sont autant de facteurs qui peuvent défavoriser les notations des PED. Pour autant, les décideurs politiques et la communauté internationale ne sont pas démunis face à ces défis et les pistes d'amélioration se précisent depuis plusieurs années. Les propositions s'articulent généralement autour de deux axes (CNUCED 2025) : i) celles qui insistent sur les lacunes des notations des agences et visent à réduire la dépendance des systèmes financiers à leur égard ; et ii) celles qui visent à améliorer la fiabilité et la précision des notations de crédit. Nous proposons d'en explorer certaines d'entre elles en guise de conclusion.

¹⁰ Telles que les notations des entreprises non-financières, des banques, des émetteurs en financement de projet, des collectivités territoriales ou des produits structurés.

¹¹ Fitch n'est pas présenté ici car les rapports financiers de l'agence ne sont pas disponibles publiquement.

Une agence de notation publique et multilatérale ?

Les appels à la création d'alternatives publiques aux agences de notation se sont multipliés depuis le début du siècle. Les diverses crises économiques dans lesquelles les agences de notation sont accusées de jouer un rôle procyclique telles que la crise de 2008, la crise de dette souveraine de la zone euro et, plus récemment, la crise de la Covid-19, ont donné un élan supplémentaire à cette l'idée non seulement aux États-Unis ou en Europe, mais partout dans le monde.¹² Plus récemment, la proposition portée par l'Union africaine d'établir une agence de notation africaine prend forme. Les gouvernements du continent et les institutions régionales se coordonnent pour mettre l'agence sur pied et une première ébauche du cadre institutionnel et de financement a déjà été publiée en février 2025 (African Peer Review Mechanism 2025). Cependant, la multiplication des initiatives régionales risque de fragmenter les efforts publics et n'apporte pas forcément de réponse crédible à la question des biais régionaux observés chez les agences privées.

À la suite de la crise de la Covid-19, le CNUCED a invité la communauté internationale à s'engager de manière proactive dans la création d'une agence de notation publique multilatérale (CNUCED 2020). Cette initiative pourrait revêtir d'importants avantages. D'abord, la mise en place une agence à but non lucratif permettrait de réduire les risques de conflits d'intérêts économiques et d'accroître les moyens d'analyse dédiés aux plus petits marchés et émetteurs souverains. Ensuite, l'émergence d'une alternative publique favoriserait plus de compétition et plus de diversité d'opinion dans un marché encore dominé par les agences états-uniennes. Enfin, environ une cinquantaine de pays dans le monde – quasi-tous des PED – ne détiennent toujours pas de notation souveraine. Une agence publique pourrait combler cette lacune, permettant à certains émetteurs d'obtenir une première notation et d'accéder à un pool plus large de financements. Notons que certaines institutions multilatérales conduisent déjà des analyses de risque souverain, dont les analyses de viabilité de la dette du FMI et de la Banque ou les classifications de risque pays de l'OCDE. Toutefois, la fiabilité et l'impartialité de ces analyses ne fait pas consensus, le FMI ayant lui-même identifié des biais optimistes dans ses projections macroéconomiques (Fonds monétaire international 2017, Fonds monétaire international 2020). La classification publiée par l'OCDE vise quant à elle à harmoniser les primes de risque-pays des agences de crédit-export lorsqu'elles assurent des transactions commerciales de toute nature (et pas seulement avec les États), et n'est donc pas une mesure du risque souverain en tant que tel.

La mise en place d'une telle agence de notation publique présente toutefois des défis importants. D'abord, la question de son financement dans un contexte de budgets publics serrés se pose et a notamment constitué un frein majeur à l'élaboration d'une agence européenne par le passé (Scheinert 2016). Ensuite, il se peut que les conflits d'intérêts politiques se substituent aux conflits d'intérêts économiques s'ils ne sont pas maîtrisés correctement. De surcroît, il est difficile de créer une alternative publique crédible qui puisse rivaliser les *Big Three* dans le système financier international ; les barrières à l'entrée sont nombreuses du fait d'un marché concentré dominé par trois agences bénéficiant d'une réputation et d'une clientèle internationale bien établies (Van Breemen, Fabozzi et Vink 2022), du niveau d'expertise et des ressources humaines requis ainsi que d'exigeants cadres réglementaires. Ces défis sont réels, et nécessiteraient d'être traités avec détermination et rigueur pour être surmontés.¹³ Une telle proposition semble peu crédible en l'absence d'un soutien fort, crédible et coordonné de la communauté internationale et des dirigeants.

Promouvoir davantage l'usage de notations internes ?

Après la crise de 2008, les régulateurs ont cherché à réduire la dépendance aux agences de notation (Conseil de stabilité financière 2010). Une des pistes privilégiées a été la promotion de modèles internes introduite par les réformes de Bâle II qui permettent aux institutions financières d'évaluer en interne leurs risques de crédit pour estimer leurs besoins en fonds propres. Pour accompagner cette transition, les autorités nationales ont également cherché à réduire les références aux notations externes dans les textes législatifs et réglementaires (Securities and Exchange Commission 2023, Autorité bancaire européenne 2021). Les bénéfices attendus étaient multiples. D'abord, ceci devait favoriser une modélisation sur mesure et plus précise des risques de crédit des banques, avec en conséquence des exigences en fonds propres plus adaptées, une utilisation plus efficace du capital et une meilleure gestion des risques. Ensuite, l'utilisation des modèles internes devait permettre aux institutions financières de réduire leur dépendance mécanique aux notations externes et de réduire les risques de procyclicité en

¹² En 2011, le Parlement européen a initié une réflexion autour de la création potentielle d'une Fondation européenne de notation de crédit (*European Credit Rating Foundation*, ECRaF) indépendante. En 2016, les gouvernements des BRICS ont annoncé leur intention de créer une agence similaire. Pour l'heure aucune de ces propositions n'ont abouti.

¹³ Pour illustrer la difficulté de l'objectif, on peut noter qu'il n'existe pas à ce jour d'agence internationale (onusienne ou autre) dont la fonction soit d'évaluer les États, en toute indépendance politique et au bénéfice d'acteurs privés.

cas de chocs. La Banque de France a notamment trouvé que l'utilisation massive de modèles internes par les banques françaises a permis d'atténuer les effets des dégradations de notation par les *Big Three* sur la pondération de risque de leurs actifs durant la crise de la Covid-19 (Lecomte et Torres 2023).

Cependant, les modèles internes peuvent utiliser les notations externes comme l'une des variables principales dans le calcul des notations internes ou comme référence de calibrage (Banque centrale européenne 2024). Ces modèles sont donc susceptibles de reproduire ou d'être influencés par les biais de notation des agences. De surcroît, certaines études montrent que les modèles internes pâtissent également de conflits d'intérêts, les institutions financières étant incitées à modérer l'évaluation de leurs risques pour optimiser leurs besoins en fonds propres (Plosser et Santos 2018, Behn, Haselmann et Vig 2022). Enfin, la multiplication de modèles internes pèse sur la comparabilité et la robustesse des approches et complique la supervision par les régulateurs. Ces inquiétudes ont notamment fait l'objet d'intenses négociations dans le cadre de la finalisation de Bâle III et ont poussé la communauté internationale à imposer plus de contraintes sur l'utilisation des modèles internes (Gehrig et Iannino 2021).¹⁴ Ainsi, bien que ces efforts pour réduire la dépendance aux notations externes soient positifs, ils restent incomplets et nécessitent des efforts parallèles pour améliorer la fiabilité de ces dernières.

Expliciter les ajustements qualitatifs des notations ?

Les notations souveraines sont une synthèse de facteurs quantitatifs auxquels viennent s'ajouter des évaluations qualitatives. Cette complémentarité est nécessaire pour surmonter les limites d'une approche purement quantitative qui ne saurait tenir compte de tous les facteurs qui contribuent au risque de défaut d'un État. Cependant, les évaluations qualitatives sont par plus enclines à la subjectivité et plus à risque d'être à l'origine de biais systématiques. Il paraît donc important de permettre aux émetteurs et aux investisseurs de mieux distinguer entre les deux catégories de facteurs via des améliorations méthodologiques. Vernazza et Nielsen (2015), D'Agostino et Lennkh (2016) et Griffith-Jones et Kraemer (2021) proposent par exemple que chaque notation souveraine soit scindée en deux composantes :

- **Une notation dite "fondamentale"** qui serait calculée uniquement sur la base d'indicateurs quantitatifs.
- **Un ajustement qualitatif** qui reprendrait l'ensemble des évaluations qualitatives réalisées par le comité de notation afin d'intégrer des facteurs difficilement quantifiables.

La note finale résulterait donc de ces deux éléments, permettant de rendre explicites les ajustements réalisés sur la base de jugements d'experts. Parmi les trois agences du *Big Three*, Fitch est un exemple intéressant sur ce plan. Sa notation souveraine finale résulte d'une notation "préliminaire" tirée directement d'un modèle quantitatif sans aucun ajustement subjectif (Fitch, 2023). À ceci, Fitch ajoute une succession d'ajustements sur avis d'experts. Fitch communique d'une part sur la notation qui résulte du modèle quantitatif, et d'autre part sur le nombre de crans d'ajustement qualitatif ainsi que les argumentaires associés. *A contrario*, les méthodologies de Moody's et S&P combinent des indicateurs quantitatifs avec des facteurs qualitatifs sans les départager, parfois au sein même d'un seul facteur de notation. Des mises à jour méthodologiques permettant une meilleure transparence sur les facteurs quantitatifs et qualitatifs constitueraient des avancées importantes pour aider les émetteurs, les investisseurs et les régulateurs à mieux comprendre le degré de subjectivité appliqué aux différentes notations.

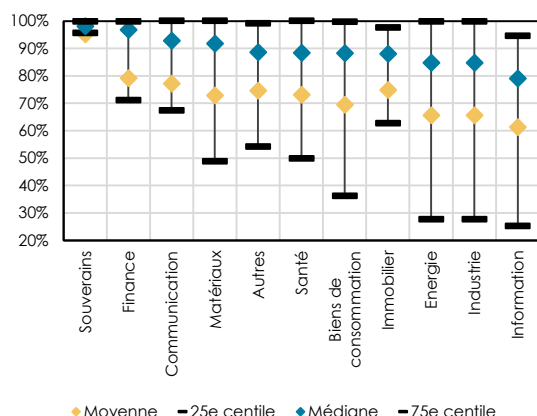
Intégrer les pertes en cas de défaut dans les notations ?

Tous les défauts ne se valent pas. Au-delà de l'occurrence ou non du défaut, les prévisions de pertes en cas de défaut représentent un facteur important pour estimer les risques de pertes financières du point de vue des créanciers. Celles-ci peuvent constituer un facteur discriminant important entre les risques de crédit des différents secteurs par exemple. Selon les données de la *Global Emerging Markets Risk Database* sur les défauts entre 1994 et 2024 sur les défauts observés par les bailleurs multilatéraux et bilatéraux, les défauts souverains afficheraient les plus hauts taux de recouvrement (médiane à 95,6%) que n'importe quel secteur privé¹⁵ (**Graphique 14**). De surcroît, les taux de recouvrement permettent de distinguer entre les émetteurs. On observe notamment des disparités importantes entre les taux de recouvrement observés dans les différentes régions du monde : ils seraient bien plus élevés en Amérique latine (médiane à 98,5%) et en Afrique sub-saharienne ((98,4%) que ceux du Moyen-Orient et Afrique du Nord (79,1%) par exemple (**Graphique 15**).

¹⁴ Par exemple : le calcul des actifs pondérés par le risque effectué via la méthode interne est limité à 72,5% des actifs pondérés calculés avec la méthode standard, notamment pour réduire le risque de distorsions induites par des modèles internes trop généreux.

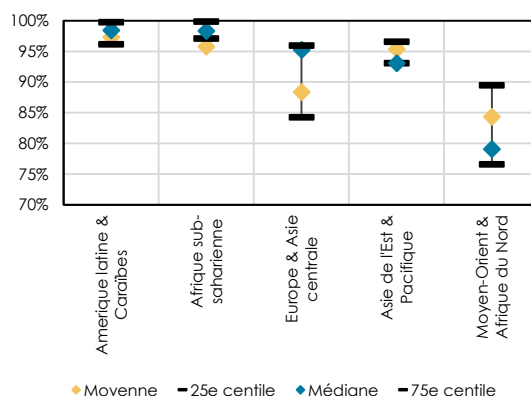
¹⁵ Notons que les taux de recouvrement présentés dans la base de données *Global Emerging Markets Risk Database* peuvent diverger de ceux observés pour les créanciers privés, notamment du fait du statut de créancier privilégié des bailleurs multilatéraux.

Graphique 14 – Taux de recouvrement observés dans les défauts, par secteur



Source : Global Emerging Markets Risk Database

Graphique 15 – Taux de recouvrement observés dans les défauts, par région



Source : Global Emerging Markets Risk Database

Parmi les *Big Three*, seules les notations de Moody's tiennent compte des pertes en cas de défaut. Son échelle de notation ne comporte en effet pas de notation explicite qui indique si le pays est en défaut comme celles de Fitch ou S&P, modulant les notations des pays en défaut en fonction de ses estimations de pertes. Ainsi, un pays en défaut peut afficher une notation Moody's bien au-dessus des notations S&P et Fitch. Par exemple, lors du défaut de la République du Congo en 2017 qui s'est soldé d'un taux de recouvrement de 81%, la notation de Moody's n'est jamais descendue en-dessous de Caa2 (Moody's 2025), soit quatre crans au-dessus des notations de défaut de S&P et Fitch. L'incorporation d'une analyse des pertes attendues en cas de défaut dans les notations de crédit elles-mêmes pourrait permettre plus de granularité et de différenciation pour les émetteurs souverains en bas de l'échelle.

Intégrer les risques environnementaux de manière plus explicite, systématique et rigoureuse ?

Les conséquences du changement climatique et de l'érosion du capital naturel sont profondes, multidimensionnelles et menacent les trajectoires économiques et budgétaires des États du monde entier (GIEC 2023, Dasgupta 2021, Stern 2006, Fahr, et al. 2023). Plusieurs études montrent que ces facteurs affectent significativement le risque de défaut souverain (Cevik et Jalles 2020) et les notations souveraines (Cappiello, et al. 2025, Agarwala, et al. 2024). Reconnaisant l'impact potentiellement structurant de ces risques pour la stabilité financière, les appels à leur intégration systématique dans les analyses financières et à leur divulgation se multiplient (Comité de stabilité financière 2021). Pour autant, leur intégration est incomplète en ce qui concerne les risques climatiques et quasi-inexistante pour les risques liés à l'érosion de la biodiversité. Une revue des méthodologies et des pratiques de divulgation des agences de notation par la BCE en 2022 a révélé que, malgré des avancées, le niveau actuel d'information ne permet pas de mesurer l'impact des risques climatiques sur les notations de crédit (Breitenstein, Ciummo et Walch 2022). De même, ils trouvent que les méthodologies n'ont pas encore été modifiées pour tenir compte de ces risques de manière explicite et structurée. Ces éléments sont en ligne avec les conclusions du *Network for Greening the Financial System* (NGFS 2022).

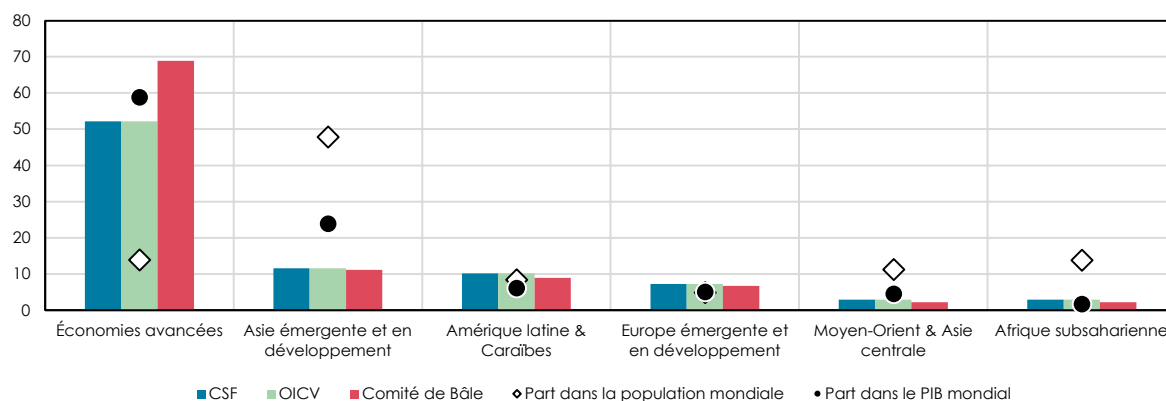
Plusieurs auteurs soutiennent que les risques climatiques peuvent et doivent être intégrés dans les méthodologies de notation souveraine, faute de quoi le risque souverain ne serait pas évalué avec précision (Bernhofen, et al. 2024). Leur inclusion systématique via des évaluations spécifiques et distinctes au sein des méthodologies de notation pourrait réduire des biais potentiels dans l'appréciation différenciée de ces risques pour certains pays et améliorer la transparence pour les parties tierces. Notons que de telles avancées peuvent se faire au détriment des notations des PED dans lesquels les risques climatiques sont particulièrement prononcés. Toutefois, comme l'indiquent Griffith-Jones et Kraemer (2021), ceci revêtirait l'avantage d'inciter les États à adopter des politiques environnementales moins court-termistes pour améliorer leur notation par rapport à leurs pairs.

Rééquilibrer la gouvernance internationale de la supervision financière ?

De manière générale, il existe un déséquilibre de représentation dans la gouvernance internationale de la supervision financière. Alors que les PED représentent environ 80% de la population mondiale et des pays membres de l'ONU, leur représentation dans les instances internationales clés pour la gouvernance et la réglementation financière est minoritaire (**graphique 16**). Des déficits dans la représentation des

institutions chargées de faire évoluer la réglementation financière pèse sur leur légitimité et peut renforcer la perception des biais structurels dans le système financier mondial (Passarelli et Justino 2024). Comme le recommande le rapport de Cash et Khan (2024), il paraît important d'inclure un représentant africain permanent au sein du comité n°6 sur les agences de notation de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV)¹⁶ afin de porter un nouveau regard sur certains critères d'évaluation, comme l'économie informelle ou les risques climatiques. La présidence sud-africaine du G20 en 2025 peut être une occasion pour institutionnaliser cette nouvelle représentation, en lien notamment avec les priorités de l'Union africaine et du Mécanisme d'évaluation par les pairs.

Graphique 16 – Représentation des différentes régions dans la gouvernance internationale en matière de supervision financière (%)



Notes: CSF = Membres de la plénière du Comité de stabilité financière ; OICV = Membres du conseil d'administration de l'Organisation internationale des commissions de valeurs ; Comité de Bâle = Membres du comité de Bâle.
Source : Comité de stabilité financière, OICV, Comité de Bâle, calculs des auteurs

Griffith-Jones et Kraemer (2021) recommandent la mise en place d'un organe multilatéral de supervision des notations. Selon eux, cet organe aurait la charge d'assurer la comparabilité des notations, d'exiger une plus grande transparence des agences et d'évaluer l'adéquation de la quantité et de la qualité professionnelle du personnel analytique. À ceci s'ajoutent des initiatives régionales telles que celle visant à établir un cadre réglementaire à l'échelle du continent africain en ligne portée par le *African Network of National Regulators of Credit Rating Agencies* et coordonnée par l'Union africaine et l'UNECA.

Quel rôle pour les institutions de financement du développement ?

Les institutions de financement du développement (IFD) peuvent soutenir davantage de transparence en termes de données économiques, budgétaires et financières auprès des États eux-mêmes. Par exemple, les pays qui ont participé à l'Initiative de suspension du service de la dette (ISSD) se sont engagés à divulguer l'ensemble de leurs engagements financiers en coordination avec leurs créanciers. De même, l'OCDE a lancé en 2021 la *Debt Transparency Initiative* pour collecter, analyser et communiquer des données pertinentes sur la dette du secteur public des pays à faible revenu avec des réalisations tangibles (OCDE 2022). La poursuite de ces efforts serait essentielle pour améliorer la qualité des données dans les PED et réduire les asymétries d'informations. L'expansion des activités d'assistance technique spécialisées dans le renforcement des équipes de gestion de la dette publique des PED et l'amélioration de leur capacité à interagir avec les investisseurs et les agences de notation peut également faciliter l'analyse de risque. Ceci pourrait notamment bénéficier aux 36 pays (dont la plupart sont en Afrique subsaharienne) de l'Association internationale de développement qui n'ont pas encore publié de stratégie de gestion de la dette publique à moyen-terme.¹⁷

Enfin, indépendamment de la question des biais de notation envers les PED, les IFD pourraient accroître leur mobilisation pour atténuer les perceptions et les primes de risque de crédit associées. Les garanties constituent un instrument puissant pour ce faire. En effet, les garanties se sont révélées être l'un des instruments les plus efficaces pour réduire les risques commerciaux, financiers et politiques, et mobiliser le financement privé, en particulier dans les pays les plus pauvres (Garbacz, Vilalta et Moller 2021). Ces

¹⁶ L'OICV est l'organisme international qui rassemble les régulateurs de valeurs mobilières du monde entier et est reconnu comme l'organisme normatif mondial pour la réglementation des marchés financiers. Elle développe, met en œuvre et encourage l'adhésion à des normes internationalement reconnues pour la réglementation des marchés financiers et travaille en collaboration avec d'autres organisations internationales sur l'agenda mondial de la réforme réglementaire.

¹⁷ Voir le *Debt Reporting Heat Map* de la Banque mondiale pour un aperçu des pays concernés.

garanties peuvent permettre aux États de garantir leur solvabilité aux investisseurs indépendamment des notations des agences (Rothschild & Cie & Banque mondiale 2016). S'appuyer sur les bilans des IFD permet également aux pays à faible revenu de démontrer aux investisseurs privés leur résilience budgétaire alors que les notations souveraines peuvent la sous-estimer. L'utilisation des garanties était limitée jusqu'en 2017 mais elle monte en puissance depuis. Selon l'OCDE (OCDE 2023), 26% des fonds privés mobilisés pour le développement entre 2018 et 2020 ont bénéficié d'une garantie. L'expansion des garanties pourrait catalyser l'investissement privé dans les PED. Toutefois, il serait nécessaire de considérer avec précaution leur nécessité et pertinence selon les conditions de leur émission, afin de s'assurer de leur additionalité dans un contexte de budgets de plus en plus contraints pour l'aide publique au développement (Sial et Chandrasekhar 2024).

Annexes

Annexe I. Les échelles de notation

Nous présentons ici les échelles de notations des *Big Three*. Les échelles de Fitch et S&P sont quasi-identiques en termes de nombre alors que Moody's diffère légèrement : son échelle utilise « 1 », « 2 » ou « 3 » pour différencier les notations au sein d'une même catégorie plutôt que « + » ou « - ». De même, dans la mesure où Moody's utilise des notations qui tiennent compte des pertes en cas de défaut, son échelle ne détient pas de notation « en défaut » explicite contrairement à Fitch et S&P. Le cas échéant, nous utilisons l'échelle numérique dans la dernière colonne pour calculer des notations moyennes.

Tableau A1 – Aperçu des échelles de notation des *Big Three*

Type	Fitch	Moody's	S&P	Echelle numérique
Investment grade	AAA	Aaa	AAA	22
	AA+	Aa1	AA+	21
	AA	Aa2	AA	20
	AA-	Aa3	AA-	19
	A+	A1	A+	18
	A	A2	A	17
	A-	A3	A-	16
	BBB+	Baa1	BBB+	15
	BBB	Baa2	BBB	14
	BBB-	Baa3	BBB-	13
Speculative grade	BB+	Ba1	BB+	12
	BB	Ba2	BB	11
	BB-	Ba3	BB-	8
	B+	B1	B+	9
	B	B2	B	8
	B-	B3	B-	7
	CCC+	Caa1	CCC+	6
	CCC	Caa2	CCC	5
	CCC-	Caa3	CCC-	4
	CC	Ca	CC	3
	C	C	C	2
	D/RD		D	1

Source : Fitch, Moody's, S&P

Annexe II. L'échantillon pays

La classification régionale des pays utilisée pour l'analyse présentée dans ce papier reprend la [classification régionale du FMI](#) et l'étend pour couvrir certains États membres de l'ONU ainsi que les territoires ayant des notations souveraines qui ne sont pas membres du FMI. Les pays notés par des « * » sont ceux qui ont été notés par au moins une agence des *Big Three* depuis 1990.

Tableau A2 – Aperçu de l'échantillon pays et de la classification régionale

Économies avancées				
Allemagne*	Danemark*	Ile de Man*	Luxembourg*	Singapour*
Andorre*	Espagne*	Irlande*	Macao, Chine*	Slovaquie*
Australie*	Estonie*	Islande*	Malte*	Slovénie*
Autriche*	Etats-Unis*	Israël*	Norvège*	Suède*
Belgique*	Finlande*	Italie*	Nouvelle Zélande*	Suisse*
Canada*	France*	Japon	Pays Bas*	Taïwan, Chine*
Chypre*	Grande Bretagne*	Lettonie*	Portugal*	
Corée du Sud*	Grèce*	Liechtenstein*	Rép. Tchèque*	
Croatie*	Hong Kong, Chine*	Lituanie*	Saint-Marin*	
Europe émergente et en développement				
Albanie*	Bulgarie*	Macédoine du Nord*	Pologne*	Serbie*
Biélorussie*	Hongrie*	Moldavie*	Roumanie*	Turquie*
Bosnie*	Kosovo*	Monténégro*	Russie*	Ukraine*
Asie émergente et en développement				
Bangladesh*	Iles Cook	Malaisie*	Papouasie-Nouvelle-Guinée*	Tuvalu
Bhoutan	Iles Marshall	Maldives*	Philippines*	Vanuatu
Birmanie	Iles Salomon*	Micronésie	Samoa	Vietnam*
Brunéi	Inde*	Mongolie*	Sri Lanka*	
Cambodge*	Indonésie*	Nauru	Thaïlande*	
Chine*	Kiribati	Népal	Timor-Leste	
Fidji*	Laos*	Palau	Tonga	
Moyen-Orient et Asie centrale				
Afghanistan	Egypte*	Kirghizistan*	Ouzbékistan*	Tadjikistan*
Algérie	Emirats Arabes Unis*	Koweït*	Pakistan*	Tunisie*
Arabie Saoudite*	Géorgie*	Liban*	Palestine	Turkménistan*
Arménie*	Irak*	Libye*	Qatar*	Yémen
Azerbaïdjan*	Iran*	Maroc*	Somalie	
Bahreïn*	Jordanie*	Mauritanie	Soudan	
Djibouti	Kazakhstan*	Oman*	Syrie	
Amérique latine & Caraïbes				
Antigua-et-Barbuda	Brésil*	Equateur*	Jamaïque*	Ste-Lucie
Argentine*	Chili*	Grenade*	Mexique*	St-Vincent et les Grenadines*
Aruba*	Colombie*	Guatemala*	Nicaragua*	St Maarten*
Bahamas*	Costa Rica*	Guyana	Panama*	Suriname*
Barbade*	Cuba*	Haïti	Paraguay*	Trinité-et-Tobago*
Belize*	Curaçao*	Honduras*	Pérou*	Uruguay*
Bermudes*	Dominique	Iles Caïmans*	Rép. Dominicaine*	Venezuela*
Bolivie*	El Salvador*	Iles Turques-et-Caïques*	Saint-Christophe-et-Niévès	
Afrique subsaharienne				
Afrique du Sud*	Congo*	Guinée Équatoriale	Mozambique*	Sénégal*
Angola*	Côte d'Ivoire*	Guinée-Bissau	Namibie*	Seychelles*
Bénin*	Erythrée	Kenya*	Niger*	Sierra Leone
Botswana*	Eswatini*	Lesotho*	Nigeria*	Soudan du Sud
Burkina Faso*	Ethiopie*	Liberia	Ouganda*	Tanzanie*
Burundi	Gabon*	Madagascar*	Rép. centrafricaine	Tchad
Cameroun*	Gambie*	Malawi*	Rép. démocratique du Congo*	Togo*
Cap-Vert*	Ghana*	Mali*	Rwanda*	Zambie*
Comores	Guinée	Maurice*	Sao Tomé-et-Principe	Zimbabwe

Annexe III. Liste des défauts souverains et mode de calcul des taux de défaut

Nous présentons ci-dessous une liste des défauts souverains sur la dette en devise entre 1990 et 2023 d'États qui étaient notés par Fitch ou S&P au moment du défaut. Cette liste a été compilée en retraçant l'historique des notations émetteurs à long terme et en devise de Fitch et S&P. Un État dont la notation souveraine sort de la catégorie défaut est considéré comme un nouvel émetteur. Un autre défaut sera considéré comme un cas isolé si le laps de temps entre les deux défauts est supérieur à un mois. Au total, nous identifions 51 cas de défauts par des émetteurs notés au moins par l'une des agences dont 28 défauts concernent l'historique de notation de Fitch, 48 cas concernent l'historique de S&P (**tableau A3**). Les cas de défaut mentionnés peuvent concerner un pays qui était noté par les deux agences au moment du défaut, raison pour laquelle nous parlons de 51 cas isolés plutôt que 76.

Tableau A3 – Aperçu des défauts souverains

Région	Fitch		S&P	
	Pays	Année(s) du défaut	Pays	Année(s) du défaut
Économies avancées	Grèce	2012	Chypre	2013
			Grèce	2012 (x2)
Europe émergente et en développement	Biélorussie	2022	Biélorussie	2022
	Moldavie	2002	Russie	1999
	Ukraine	2015, 2022	Ukraine	2015, 2022
Asie émergente et en développement	Sri Lanka	2022	Indonésie	1999, 2000, 2002
			Sri Lanka	2022
Moyen-Orient & Asie centrale	Liban	2020	Liban	2020
			Pakistan	1999
Amérique latine & Caraïbes	Argentine	2001, 2014, 2019 (x2), 2020	Argentine	2001, 2014, 2019, 2020
	République dominicaine	2005	Barbade	2018
	Equateur	2008, 2020	Belize	2006, 2012, 2017, 2020, 2021
	El Salvador	2023	République dominicaine	2005
	Jamaïque	2010, 2013	Equateur	2000, 2008, 2020
	Suriname	2020 (x2)	El Salvador	2017 (x2), 2023
	Uruguay	2003	Grenade	2004, 2012
	Venezuela	2017	Jamaïque	2010, 2013
			Paraguay	2003
			Suriname	2020
Afrique subsaharienne			Uruguay	2003
			Venezuela	2005, 2017
	Congo	2016, 2017	Cameroun	2023
	Ethiopie	2023	Congo	2016, 2017
	Ghana	2023	Ethiopie	2023
	Mozambique	2016	Ghana	2022
	Zambie	2020	Mozambique	2016, 2017
			Seychelles	2008
			Zambie	2020

Les taux de défaut présentés dans le **graphique 8** sont calculés en utilisant une méthodologie de pool statique. Nous formons des cohortes en regroupant les émetteurs par catégorie de notation à chaque fin de mois. Lorsqu'un défaut est observé, nous associons le défaut à toutes les cohortes auxquelles l'émetteur faisait partie dans les cinq années qui précèdent le défaut. L'historique de notation est suivi sur une base mensuelle pour tenir compte des mouvements de notation au cours de l'année. Nous regardons utilisons les notations de 1985 à 2022 pour calculer les taux de défaut à 5 ans. Par exemple, si un souverain fait défaut en 1990, nous devons tenir compte de toutes ses notations souveraines entre les années 1985 et 1989 pour calculer les taux de défaut cumulés. Nous calculons les taux de défaut pour chaque cohorte en divisant le nombre d'émetteurs ayant fait défaut dans un horizon de cinq ans par le nombre total d'émetteurs présents dans la cohorte. Ces taux de défaut sont agrégés sur l'ensemble de la période, soit entre 1990 et 2023.

Annexe IV. L'indice de proximité

L'indice de proximité présenté dans ce papier mesure la proximité des pays avec les États-Unis selon trois dimensions : i) la proximité géopolitique ; ii) la proximité économique et financière ; et iii) la proximité culturelle. Ces trois dimensions et les neuf indicateurs sélectionnés sont inspirés des facteurs de subjectivité identifiés comme ayant un impact significatif sur les notations souveraines par la littérature¹⁸.

Tous les indicateurs sont transformés en rangs percentiles, exception faite des variables indicatrices qui sont simplement converties en scores de 0 et 100. Une moyenne simple des indicateurs est calculée pour obtenir un score par composante. Le score global de proximité est égal à la moyenne simple des scores de chaque composante. Tous les scores sont exprimés sur une échelle allant de 0 à 100.

Tableau A4 – Aperçu des composantes de l'indice de proximité

Composante	Indicateur	Source	Description
Proximité géopolitique	Alignement des votes à l'ONU	Calculs des auteurs ; données de la librairie "unvotes" du CRAN.	La part des votes du pays à l'Assemblée générale de l'ONU qui sont alignés avec ceux des États-Unis entre 2010 et 2019.
	Alliance de défense	U.S. Department of State	Une variable indicatrice qui indique si le pays a signé un accord de défense collective avec les États-Unis
	Aide militaire	ForeignAssistance.gov	La part de l'aide militaire reçue par le pays dans le totale de l'aide militaire déboursée par les États-Unis entre 2015 et 2024.
Proximité économique et financière	Intégration commerciale	U.S. Census Bureau	La part du pays dans les échanges commerciaux (importations et exportations) des États-Unis entre 2014 et 2023.
	Accord de libre échange	Office of the U.S. Trade Representative	Une variable indicatrice qui indique si le pays a signé un accord de libre-échange avec les États-Unis
	Investissement direct à l'étranger	Bureau of Economic Analysis	La part du pays dans les investissements directs à l'étranger des États Unis.
	Dépenses de lobbying	Open Secrets	La part du pays dans les dépenses étrangères de lobbying aux États-Unis.
Proximité culturelle	Indice de proximité religieuse	Calculs des auteurs ; données du Pew Research Center	Un indice qui mesure à quel point la composition religieuse (bouddhisme, christianisme, hindouisme, islam, judaïsme, religion populaire, non-affiliés), de la population du pays diverge de celle des États-Unis selon la méthode de la "Manhattan distance".
	Langue commune	CEPII	Une variable indicatrice qui indique si le pays partage avec les États-Unis l'anglais comme langue officielle.

¹⁸ Voir Fuchs et Gehring (2017) ; Yalta et Yalta (2018) ; De Moor, et al. (2018) ; Slapnik et Loncarski (2023)

Annexe IV. Liste des sanctions de la SEC et de l'ESMA à l'encontre des Big Three

Ci-dessous se trouve une liste des sanctions et pénalités prononcées à l'encontre des Big Three par les l'ESMA et la SEC, récupérées sur les sites respectifs des deux régulateurs. Au total, les agences du *Big Three* ont fait l'objet d'amendes ou de sanctions à 12 reprises entre 2014 et fin 2024, pour un montant cumulé de pénalités de plus de 130 M USD. Les sanctions qui sont explicitement liées à des infractions aux règles relatives aux conflits d'intérêts sont surlignées en orange.

Tableau A5 – Aperçu des composantes de l'indice de proximité

Date	Agence	Régulateur	Montant de la pénalité	Description
03/09/2024	Fitch	SEC	8 000 000 \$	Fitch aurait commis des erreurs importantes dans la maintenance et la préservation des communications électroniques de l'entreprise et de son personnel dont des discussions sur le lancement, la détermination, le maintien, la surveillance, la modification ou le retrait d'une notation de crédit.
03/09/2024	Moody's	SEC	20 000 000 \$	Moody's aurait commis des erreurs importantes dans la maintenance et la préservation des communications électroniques de l'entreprise et de son personnel dont des discussions sur le lancement, la détermination, le maintien, la surveillance, la modification ou le retrait d'une notation de crédit.
03/09/2024	S&P	SEC	20 000 000 \$	S&P aurait commis des erreurs importantes dans la maintenance et la préservation des communications électroniques de l'entreprise et de son personnel dont des discussions sur le lancement, la détermination, le maintien, la surveillance, la modification ou le retrait d'une notation de crédit.
24/03/2023	S&P	ESMA	1 110 000 €	S&P aurait publié des notations de crédit avant que les titres en question ne soient émis par les entités notées et annoncés sur le marché. Cela est dû à des défaillances de contrôle interne et a conduit S&P à enfreindre ses obligations en matière de transparence.
14/11/2022	S&P	SEC	2 500 000 \$	S&P aurait enfreint les règles relatives aux conflits d'intérêts visant à empêcher que des considérations commerciales et marketing n'influencent les notations de crédit. Les employés commerciaux de S&P chargés de gérer la relation avec l'émetteur ont tenté à plusieurs reprises de faire pression sur les employés analytiques pour que la transaction soit évaluée conformément à une estimation préliminaire que les employés analytiques avaient donnée au client, qui s'est révélée inclure une erreur de calcul.
23/03/2021	Moody's	ESMA	3 703 000 €	Moody's aurait commis les infractions suivantes : i) l'émission de notations de crédit en violation de l'interdiction d'émettre de nouvelles notations sur des entités dont l'actionnaire d'une agence de notation dépasse le seuil de 10% et/ou est membre du conseil d'administration de l'entité notée ; ii) l'absence de divulgation des conflits d'intérêts liés au seuil de propriété de 5 % ; et iii) des politiques et procédures internes inadéquates pour gérer les conflits d'intérêts des actionnaires.
28/03/2019	Fitch	ESMA	5 132 500 €	Fitch aurait enfreint les exigences en matière de conflits d'intérêts dans le cadre d'activités de notation menées entre 2013 et 2015, en ce qui concerne des entités notées dont l'actionnaire de Fitch était membre du conseil d'administration, et en raison de l'absence de procédures et de contrôles internes adéquats en matière de conflits d'intérêts jusqu'au début de l'année 2017.
28/08/2018	Moody's	SEC	16 250 000 \$	Moody's n'aurait pas établi et documenté une structure de contrôle interne efficace pour des modèles externalisés auprès d'une société affiliée et utilisés dans des notations de 2010 à 2013. De plus, Moody's n'aurait pas maintenu et appliqué les contrôles internes nécessaires. En fin de compte, Moody's a corrigé plus de 650 notations (valeur nominale > 49 Mds USD) en partie à cause d'erreurs dans les modèles. De plus, dans 54 cas, Moody's n'a pas documenté les raisons pour lesquelles elle avait émis des notations finales qui s'écartaient sensiblement des notations implicites du modèle.
01/06/2017	Moody's	ESMA	1 240 000 \$	Moody's aurait commis par négligence deux infractions en ce qui concerne l'annonce publique de certaines notations et la divulgation publique des méthodologies utilisées. Ces défaillances concernent dix-neuf notations émises entre juin 2011 et décembre 2013 pour neuf entités supranationales dont la Banque européenne d'investissement, le Fonds européen d'investissement, le Mécanisme européen de stabilité, le Fonds européen de stabilité financière et l'Union européenne.
21/07/2016	Fitch	ESMA	1 380 000 \$	Certains analystes principaux de Fitch auraient transmis des informations sur les actions de notation à venir concernant les notations souveraines à certaines personnes importantes d'une société mère de Fitch avant qu'elles ne soient rendues publiques. En outre, Fitch n'aurait pas mis en place des contrôles internes appropriés pour s'assurer qu'elle fournissait à une entité notée la période minimale nécessaire pour examiner et répondre à une action de notation avant de la rendre publique.
21/01/2015	S&P	SEC	58 000 000 \$	S&P aurait commis des infractions frauduleuses dans la notation de certains titres adossés à des hypothèques commerciales durant la crise des <i>subprimes</i> . Selon la SEC, S&P a placé ses propres intérêts financiers au-dessus des investisseurs en assouplissant ses critères de notation pour obtenir des contrats, puis en cachant ces changements aux investisseurs. A noter que S&P a également accepté un accord de règlement de 1,375 Mds USD pour mettre fin à l'action en justice intentée en 2013 par le <i>U.S. Department of Justice</i> et des actions intentées par 19 États et le district de Columbia liées à cette affaire.
03/06/2014	S&P	ESMA	0 \$	S&P aurait communiqué par erreur à ses abonnés un e-mail indiquant une dégradation de la note souveraine de la France bien que cette-dernière n'ait pas été déclassée. L'ESMA a constaté que cet incident était dû à un manquement de S&P à certaines exigences réglementaires relatives à des mécanismes de contrôle interne solides, des dispositifs de contrôle et de sauvegarde efficaces pour les systèmes de traitement de l'information, les procédures décisionnelles et les structures organisationnelles.

Listes des acronymes et abréviations

ALC	Amérique latine et Caraïbes
AED	Asie émergente et en développement
ASS	Afrique subsaharienne
CNUCED	Conférence des Nations unies sur le commerce et le développement
CSF	Comité de stabilité financière
EA	Economies avancées
EED	Europe émergente et en développement
ESMA	European Securities and Markets Authority
FMI	Fonds monétaires international
IFD	Institution de financement du développement
ISSD	Initiative de suspension du service de la dette
MAC	Moyen-Orient et Asie centrale
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OICV	Organisation internationale des commissions de valeurs
ONU	Organisation des Nations unies
PED	Pays émergents et en développement
PIB	Produit intérieur brut
PNUD	Programme des Nations unies pour le développement
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
UNECA	<i>United Nations Economic Commission for Africa</i>

Références bibliographiques

- 111th Congress. "Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act." 2010.
- Afonso, Antonio. "Understanding the determinants of sovereign debt ratings: Evidence for the two leading agencies." *Journal of Economics and Finance* 27, no. 1 (2003): 56-74.
- Afonso, António, and Pedro Gomes. "Do Fiscal Imbalances Deteriorate Sovereign Debt Ratings?" *Revue économique* 62, no. 6 (2011): 1123-1134.
- Afonso, António, Davide Furceri, and Pedro Gomes. "Sovereign credit ratings and financial markets." *Journal of International Money and Finance* 31, no. 3 (2012): 606-638.
- African Peer Review Mechanism. "Africa Sovereign Credit Rating Review: 2023 Mid-Year Outlook." 2023.
- African Peer Review Mechanism. "An Africa Credit Rating Agency (AfCRA): Key Shaping the New Global Financial Architecture." 2025.
- Agarwala, Matthew, Matt Burke, Patrycja Klusak, Moritz Kraemer, and Volz Ulrich. "Nature loss and sovereign credit ratings." *Accountancy, Economics and Finance Working Paper*, 2024.
- Almeida, Heitor, Igor Cunha, Miguel A. Ferreira, and Felipe Restrepo. "The Real Effects of Credits Ratings: The Sovereign Ceiling Channel." *The Journal of Finance* LXXII, no. 1 (2017): 249-290.
- Amstad, Marlene, and Frank Packer. "Sovereign ratings of advanced and emerging economies after the crisis." *BIS Quarterly Review*, 2015.
- Arbatli, Elif, and Julio Escolano. "Fiscal Transparency, Fiscal Performance and Credit Ratings." *Fiscal Studies* 36 (2015): 237-270.
- Arogundade, Sodiq, Mduduzi Biyase, and Joeal Hinaunye Eita. "Do Sovereign Credit Ratings Matter for Foreign Direct Investment: Evidence from Sub-Sahara African Countries." *MPRA Paper* 115404 (2022).
- Authorité bancaire européenne. "EBA Report on Reliance on External Credit Ratings." 2021.
- Baldwin, Richard, and Francesco Giavazzi. *The Eurozone Crisis: A Consensus View of the Causes and a Few Possible Remedies*. Paris & London: CEPR Press, 2016.
- Banque centrale européenne. "ECB guide to internal models." 2024.
- Banque européenne d'investissement. "New publications by GEMs Consortium offer further insights into emerging market credit risk." Luxembourg, 2024.
- Banque interaméricaine de développement. "Readout of the Fourth MDBs & Credit Rating Agencies Roundtable." 2024.
- Banque Mondiale. "Debt Relief for the Poorest : an Evaluation Update of the HIPC Initiative." 2006.
- Bartels, Bernhard. "Why rating agencies disagree on sovereign ratings." *Empirical Economics* 57 (2018): 1677-1703.
- Behn, Markus, Rainer F. H. Haselmann, and Vikrant Vig. "The Limits of Model-Based Regulation." *Journal of Finance* 77, no. 3 (2022): 1635-1684.
- Bernal, Oscar, Alexandre Girard, and Jean-Yves Gnabo. "The importance of conflicts of interest in attributing sovereign credit ratings." *International Review of Law and Economics*, 2016: 48-66.
- Bernhofen, Mark V., Matt Burke, Akaraseth Puranasamriddhi, Nicola Ranger, and Gireesh Shrimali. *Integrating Physical Climate Risks and Adaptation into Sovereign Credit Ratings: Implications for financial and fiscal policy at the sovereign-bank nexus*. Oxford: Smith School of Enterprise and the Environment and Environmental Change Institute, 2024.
- Bertelsmann Stiftung. "Blueprint for an International Non-Profit Credit Rating Agency." 2012.
- Bissoondoyal-Bheenick, E. "An analysis of the determinants of sovereign ratings." *Global Finance Journal* 15, no. 3 (2005): 251-280.
- Bolton, P., X. Freixas, and J. Shapiro. "The Credit Ratings Game." *The Journal of Finance*, 2012.
- Breitenstein, Miriam, Stefania Ciummo, and Florian Walch. *Disclosure of climate change risk in credit ratings*. Banque centrale européenne, 2022.
- Brùha, Jan, Moritz Karber, Beatrice Pierluigi, and Ralph Setzer. "Understanding sovereign rating movements in euro area countries." *ECB Working Paper Series* 2011 (2017).

- Bush, Chunping. "Dealing with conflicts of interest of credit rating agencies: a balanced cure for the disease." *Capital Markets Law Journal* 17, no. 3 (2022).
- Cai, Peilin, Suk-Joong Kim, and Eliza Wu. "Foreign direct investments from emerging markets: The push-pull effects of sovereign credit ratings." *International Review of Financial Analysis* 61 (2019): 110-125.
- Cantor, Richard, and Frank Packer. "Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings." *Economic Policy Review* 2, no. 2 (1996).
- Cappiello, Lorenzo, Gainluigi Ferrucci, Angela Maddaloni, and Veronica Veggente. "Creditworthy: do climate change risks matter for sovereign credit ratings?" *ECB Working Paper Series* 3042 (2025).
- Cash, Daniel, and Maha Khan. *Rating the globe: reforming credit rating agencies for an equitable financial architecture*. New York: United Nations University, 2024.
- Cevik, Serhan, and João Tovar Jalles. "An Apocalypse Foretold: Climate Shocks and Sovereign Defaults." *IMF Working Paper Series*, 2020.
- CNUCED. "Credit rating agencies, developing countries and bias." 2025.
- CNUCED. "Least Developed Countries Report 2000." octobre 2000.
- CNUCED. "Trade and Development Report 2020." 2020.
- Comité de stabilité financière. *FSB Roadmap for Addressing Climate-Related Financial Risks*. Comité de stabilité Financière, 2021.
- Commission économique pour l'Afrique. *Africa's first Sovereign Credit Rating Review Report launched*. 29 Octobre 2020.
- Conseil de stabilité financière. "Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings." 2010.
- D'Agostino, Antonello, and Rudolf Alvis Lennkh. "Euro Area Sovereign Ratings: An Analysis of Fundamental Criteria and Subjective Judgement." *ESM Working Paper Series* 14 (2016).
- Dasgupta, Partha. *The Economics of Biodiversity: The Dasgupta Review*. Londres: HM Treasury, 2021.
- De Moore, Lieven, Prabesh Luitel, Piet Sercu, and Rosanne Vanpée. "Subjectivity in sovereign credit ratings." *Journal of Banking & Finance* 88 (2018): 366-392.
- Fahr, Stephan, Margherita Giuzio, Clementine Mc Sweeney Pourtalet, Martina Spaggiari, and Josep Maria Vendrell Simón. "Climate change and sovereign risk." In *Financial Stability Review*, May 2023, by Banque centrale européenne. 2023.
- Ferri, G., L. Liu, and J. E. Stiglitz. "The Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from the East Asian Crisis." *Economic Notes* 28 (1999): 335-355.
- Ferri, Giovanni. "More Analysts, Better Ratings: Do Rating Agencies Invest Enough in Less Developed Countries?" *Journal of Applied Economics* 7, no. 1 (2004): 77-98.
- Ferri, Giovanni, and L. Liu. "Assessing the effort of rating agencies in emerging economies: Some empirical evidence." *The European Journal of Finance* 11, no. 3 (2005): 283-295.
- Fitch Ratings. "Sovereign Rating Criteria." 2023.
- Fonds monétaire international. "Debt Sustainability Analyses for Low-Income Countries: An Assessment of Projection Performance." *IMF Working Papers*, 2017.
- Fonds monétaire international. "Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative and Multilateral Debt Relief Initiative (MDRI) - Statistical Update ." 2016.
- Fonds monétaire international. "Optimism Bias in Growth Forecasts - The Role of Planned Policy Adjustments." *IMF Working Papers*, 2020.
- Fonds monétaire international. "Sixteenth General Review of Quotas." 2023.
- Fuchs, Andreas, and Kai Gehring. "The Home Bias in Sovereign Ratings." *Journal of the European Economic Association* 15, no. 6 (2017): 1386-1423.
- Garbacz, Weronika, David Vilalta, and Lasse Moller. "The role of guarantees in blended finance." *OECD Development Co-operation Working Papers* 97 (2021).
- Gärtner, Manfred, and Björn Griesbach. "Rating Agencies, Self-Fulfilling Prophecy and Multiple Equilibria? An Empirical Model of the European Sovereign Debt Crisis 2009-2011." *Economics Working Paper Series (University of St. Gallen, School of Economics and Political Science)* 1215 (2012).

- Gehrig, Thomas, and Maria Chiara Iannino. "Did the Basel Process of capital regulation enhance the resiliency of European Banks?" *Journal of Financial Stability* 55 (2021).
- GIEC. *Climate Change 2023: Synthesis Report. Contribution of Working Groups I, II and III to the Sixth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change*. Genève: GIEC, 2023.
- Gratcheva, Ekaterina M., Bryan Gurhy, Andrius Skarnulis, Fiona E. Stewart, and Dieter Wang. "Credit Worthy: ESG Factors and Sovereign Credit Ratings." *World Bank*, 2021.
- Griffin, J. M., and D. Y. Tang. "Did Credit Rating Agencies Make Unbiased Assumptions on CDOs?" *American Economic Review*, 2011.
- Griffith-Jones, Stephany, and Moritz Kraemer. "Credit rating agencies and developing economies." *UNDESA Working Paper 175* (2021).
- Gültekin-Karakaş, Derya, Mehtap Hisarcıklılar, and Hüseyin Öztürk. "Sovereign Risk Ratings: Biased Toward Developed Countries?" *Emerging Markets Finance & Trade* 47, no. Supplement 2 (2011): 69-87.
- Hmiden, Oussama Ben, Didier Tatoutchoup, Pierre Nguimkeu, and Donatien Avelé. "Discrepancy and cross-regional bias in sovereign credit ratings: Analyzing the role of public debt." *Economic Modelling*, 2024.
- Jin, Yukun, Keqiang Hou, and Gongyang Yang. "Discrimination and its self-fulfilling nature in sovereign credit ratings." *Finance Research Letters*, 2025.
- Klusak, Patrycja, Yurtsev Uymaz, and Rasha Alsakka. "Politicians' connections and sovereign credit ratings." *Journal of International Finance Markets, Institutions and Money* 94 (2024).
- Lecomte, Ernest, and Clément Torres. "Les notations de crédit sont-elles procycliques ? Étude des exigences de fonds propres des banques françaises." *Bulletin de la Banque de France* 245 (2023).
- Luitel, Prabesh, Rosanne Vanpée, and Lieven De Moor. "Pernicious effects: How the credit rating agencies disadvantage emerging markets." *Research in International Business and Finance* 38 (2016): 286-298.
- Lynch, Timothy E. "Deeply and Persistently Conflicted: Credit Rating Agencies in the Current Regulatory Environment." *Case Western Reserve Law Review* 59, no. 2 (2009).
- Lysenko, Tatiana. "Tracing the Drivers of Sub-Saharan Africa's Low Sovereign Credit Ratings." *Finance for Development Lab Working Paper 7* (2025).
- Moody's. "Assessing the Impact of Sovereign Credit Quality on Other Ratings." 2019.
- Moody's Investors Service. "Rating Methodology: Sovereigns." 2022.
- Moody's. "Sovereign default and recovery rates, 1983-2022." 2023.
- Mora, Nada. "Sovereign credit ratings: Guilty beyond reasonable doubt?" *Journal of Banking and Finance* 30, no. 7 (2006): 2041-2062.
- Mutize, MIsheck, and M.P. Nkhalamba. "A comparative study of economic growth as a key determinant of sovereign credit ratings in Africa." *International Journal of Emerging Markets*, 2021.
- NGFS. "Credit Ratings and Climate Change - Challenges for Central Bank Operations." *Technical report*, 2022.
- OCDE. "OECD Debt Transparency Initiative: Trends, challenges and progress." *OECD Business and Finance Policy Papers* (OECD Publishing), 2022.
- OCDE. *Private finance mobilised by official development finance interventions*. Paris: Development Co-operation Directorate, 2023.
- ONU. "77ème Session ordinaire de l'Assemblée générale des Nations Unies." Site web de l'ONU. 20 Septembre 2022. <https://gadebate.un.org/fr/77/senegal>.
- Öztürk, Hüseyin. "The Origin of Bias in Sovereign Credit Ratings: Reconciling Agency Views with Institutional Quality." *The Journal of Developing Areas* 48, no. 4 (2014): 161-188.
- Passarelli, David, and Patricia Justino. *The demand for a fair international financial architecture*. New York: United Nations University, 2024.
- Plosser, Matthew C., and João A.C. Santos. "Banks' Incentives and the Quality of Internal Risk Models." *Review of Financial Studies* 31, no. 6 (2018): 2080-2112.
- Polito, Vito, and Michael Wickens. "Sovereign credit ratings in the European Union: A model-based fiscal analysis." *European Economic Review* 78 (2015): 220-247.

- Poon, W. P. H. "Are unsolicited credit ratings biased downward?" *Journal of Banking and Finance*, 2001.
- Poon, W. P., Junsoo Lee, and B. E. Gup. "Do Solicitations Matter in Bank Credit Ratings? Results from a Study of 72 Countries." *Journal of Money, Credit and Banking*, 2009: 285-314.
- Rothschild & Cie & Banque mondiale. "Utilizing World Bank partial guarantees in support of sovereign or sub-sovereign commercial debt financings." World Bank Working Paper (World Bank Group), 2016.
- S&P Global Ratings. "Sovereign Rating Methodology." 2017.
- Scheinert, Christian. The case for a European public credit rating agency. Bruxelles: European Parliamentary Research Service, 2016.
- Schroeder, Susan K. "A Multilateral Credit Rating Agency." In *Innovative Financing Instruments in Latin America and the Caribbean*, by Caldentey E. Pérez and F.G. Villareal, 155-183. Santiago: ECLAC, 2022.
- Schumacher, Ingmar. "On the self-fulfilling prophecy of changes in sovereign ratings." *Economic Modelling* 38 (2014): 351-356.
- Securities and Exchange Commission. Ending SEC Reliance on Credit Ratings. juin 2023.
- . SEC Adopts Credit Rating Agency Reform Rules. août 2014.
- Securities and Exchange Commission. "The ABCs of Credit Ratings." 2017.
- Sial, Farwa, and C.P. Chandrasekhar. Une garantie pour l'avenir ? Le rôle des garanties dans le financement du développement et de l'action climatique. Eurodad, 2024.
- Slapnik, Ursula, and Igor Lončarski. "Understanding sovereign credit ratings: Text-based evidence from the credit rating reports." *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 88 (2023).
- Stancu, Ion, and Ana-Maria Minescu. "The Impact of Sovereign Credit Ratings on the Issuance of Government Bonds in Central and Eastern Europe." *Theoretical and Applied Economics* 6, no. 559 (2011): 5-26.
- Stern, Nicolas. *Stern Review: The Economics of Climate Change*. Cambridge: Cambridge University Press, 2006.
- Tennant, David F., Marlon R. Tracey, and Damien W. King. "Sovereign credit rating: Evidence of bias against poor countries." *The North American Journal of Economics and Finance* 51 (2020).
- Union européenne. "Règlement (CE) N° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009." 2009.
- Union européenne. "Règlement (UE) N°462/2013 du Parlement européen et du Conseil du 21 mai 2013." 2013.
- Union européenne. "Regulation (EC) No 1060/2009 of 16 September 2009 on credit rating agencies." 2009.
- Van Breemen, Vivian M., Frank J. Fabozzi, and Dennis Vink. "Intensified competition and the impact on credit ratings in the RMBS market." ECB Working Paper Series 2691 (2022).
- Vernazza, Daniel R., and Erik F. Nielsen. "The Damaging Bias of Sovereign Ratings." *Economic Notes, Banca Monte dei Paschi di Siena SpA* 44, no. 2 (2015): 361-408.
- Vu, Huong, Rasha Alsakka, and Owain ap Gwilym. "Does competition improve sovereign credit rating quality?" *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 2022.
- Willet, Thomas D., and Nancy Srisorn. "The political economy of the Euro crisis: Cognitive biases, faulty mental models, and time inconsistency." *Journal of Economics and Business* 76 (2014): 39-54.
- Yalta, A. T., and A. Y. Yalta. "Are credit rating agencies regionally biased?" *Economic Systems*, 2018.
- Zheng, L. "Are Sovereign Credit Ratings Objective? A Tale of Two Agencies." *Journal of Applied Finance & Banking*, 2012.

Les Éditions Agence française de développement (AFD) publient des travaux d'évaluation et de recherche sur le développement durable. Réalisées avec de nombreux partenaires du Nord et du Sud, ces études contribuent à l'analyse des défis auxquels la planète est confrontée, afin de mieux comprendre, prévoir et agir, en faveur des Objectifs de développement durable (ODD).

Avec un catalogue de plus de 1 000 titres, et 80 nouvelles œuvres publiées en moyenne chaque année, les Éditions Agence française de développement favorisent la diffusion des savoirs et des expertises, à travers leurs collections propres et des partenariats phares. Retrouvez-les toutes en libre accès sur editions.afd.fr

Pour un monde en commun.

Directeur de publication Rémy Rioux

Directeur de la rédaction Thomas Mélonio

Dépôt légal 4^e trimestre 2025

ISSN 2492 - 2846

Crédits et autorisations

License Creative Commons

Attribution - Pas de commercialisation - Pas de modification

<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>



Création graphique MeMo, Juliegilles, D. Cazeils

Conception et réalisation AFD

Imprimé par le service reprographie de l'AFD

Pour consulter les autres publications :

<https://www.afd.fr/fr/ressources-accueil>