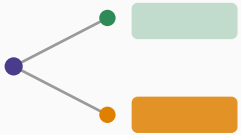
Mesure et gestion du risque de crédit

Chapitre 8 : Le risque pays — déterminants, mesures et implications



Jaouad Madkour

Faculté d'Économie et de Gestion de Tanger · 30 août 2026

Plan du chapitre

Avant de commencer

Défauts souverains, histoire

Le défaut souverain, causes

Les notations souveraines

Mesurer le risque pays

Les conséquences du défaut

Synthèse

Avant de commencer

Pourquoi ce chapitre ?

Après avoir traité le risque de détail, ce chapitre change d'échelle et s'intéresse au risque de crédit souverain : la possibilité qu'un État fasse défaut sur sa dette. Ce risque, appelé risque de défaut souverain, conditionne non seulement la tarification des obligations d'État mais, plus largement, celle de l'ensemble des actifs d'un pays. Le chapitre retrace l'histoire des défauts souverains, examine leurs déterminants, puis compare les trois grandes familles d'outils de mesure du risque pays : les notations des agences, les écarts de rendement de marché (default spreads) et les spreads de credit default swaps (CDS).

Défauts souverains, histoire

Défauts en devise étrangère et défauts en devise locale

Deux formes de défaut souverain

Le **défaut en devise étrangère** survient lorsqu'un État, endetté dans une monnaie qu'il ne peut imprimer, se retrouve à court de cette devise pour honorer ses obligations — la forme la plus fréquente et la plus intuitive de défaut souverain. Le **défaut en devise locale** est plus difficile à expliquer, puisqu'un État peut en principe toujours imprimer sa propre monnaie pour rembourser sa dette ; il reste pourtant loin d'être rare — l'étude des agences de notation recense 23 émetteurs souverains ayant fait défaut sur leur dette en devise locale depuis 1975, dont l'Argentine (2002-2004), la Russie (1998-1999) et l'Ukraine (1998-2000).

L'Amérique latine, épicentre historique des défauts

Les défauts souverains se sont concentrés, depuis le XIXe siècle, sur huit grandes vagues successives (1824-1834, 1867-1882, 1890-1900, 1911-1921, 1931-1940, 1976-1989, 1998-2003, et la période récente). L'Amérique latine en constitue l'épicentre historique : sur les 81 défauts souverains recensés entre 1820 et 1919, 58 concernaient des pays latino-américains, qui ont collectivement passé 38 % de la période 1820-1940 en situation de défaut — le Honduras à lui seul ayant passé 79 % des 115 années étudiées en défaut. En valeur, l'Amérique latine a représenté 60 % ou plus de la dette souveraine défaillante dans le monde sur quatre des cinq dernières décennies.

Trois explications du défaut en devise locale

Trois raisons expliquent pourquoi un État peut choisir de faire défaut plutôt que d'imprimer davantage de monnaie. Sous l'**étalon-or**, en vigueur jusqu'en 1971 pour certains pays, la monnaie devait être adossée à des réserves d'or, ce qui limitait mécaniquement la capacité d'impression monétaire. Une **monnaie partagée**, comme l'euro, prive les États membres du pouvoir de contrôler l'émission de leur propre monnaie — la crise grecque de 2015 en offre l'illustration la plus nette. Enfin, un **arbitrage délibéré** existe entre le coût du défaut (perte de réputation, récession, instabilité politique) et celui de la dévaluation monétaire (inflation, fuite vers les actifs réels, contraction de l'économie) ; les États choisissent l'option dont le coût de long terme leur paraît le plus faible.

Le défaut souverain, causes

Six facteurs clés

Ce qui explique le défaut d'un État

Le **niveau d'endettement**, rapporté au PIB, constitue le point de départ logique de l'évaluation — bien qu'imparfait, puisque des pays très endettés comme les États-Unis ou le Japon conservent une excellente signature, tandis que d'autres, moins endettés, présentent un risque de défaut élevé. Les **engagements de retraite et de protection sociale**, qui entrent en concurrence avec le service de la dette pour des ressources budgétaires limitées, s'ajoutent à la dette conventionnelle. La **stabilité des recettes publiques** dépend de la diversification de l'économie (une économie mono-exportatrice comme celle dépendant du cuivre ou du tourisme est plus vulnérable qu'une économie diversifiée) et du type de système fiscal (l'impôt sur le revenu génère des recettes plus volatiles que la taxe sur la consommation). Le **risque politique** influence directement la probabilité de défaut, les régimes autoritaires — moins exposés au rejet populaire — pouvant se montrer plus enclins au défaut que les démocraties. Enfin, l'**adossement implicite** à des entités tierces (comme l'appartenance à l'Union européenne) peut réduire l'évaluation du risque perçu, au risque de décevoir les investisseurs si ce soutien implicite ne se matérialise jamais.

Les notations souveraines

Une transposition du modèle corporate

Deux notations par pays

Les grandes agences attribuent généralement deux notations à chaque État : une **notation en devise locale**, portant sur la dette libellée dans la monnaie nationale, et une **notation en devise étrangère**, portant sur les emprunts contractés dans une devise étrangère. La notation en devise locale est en principe au moins aussi élevée que la notation en devise étrangère, un État disposant d'un pouvoir de création monétaire sur sa propre monnaie — à l'exception notable des pays ayant renoncé à leur indépendance monétaire (union monétaire, dollarisation), pour lesquels les deux notations tendent à converger.

Les critères pris en compte

Les méthodologies des agences combinent des variables politiques (stabilité des institutions, transparence des politiques économiques, risque géopolitique), économiques (structure et diversification de l'économie, perspectives de croissance), budgétaires (flexibilité fiscale, poids de la dette publique brute et nette), monétaires (indépendance de la banque centrale, régime de change) et de liquidité extérieure (structure de la dette externe, accès au financement concessionnel). Le processus de notation associe un analyste principal, responsable d'une recommandation motivée, et un comité de notation qui débat et vote la décision finale.

La matrice de transition des notations

La probabilité qu'une notation souveraine change d'une année sur l'autre se mesure par une **matrice de transition**. À titre d'exemple, une notation AAA a, historiquement, environ 97 % de chances de rester inchangée l'année suivante, tandis qu'une notation BBB a environ 5 % de chances d'être dégradée sur un an. Sur des horizons plus longs (15 ans), la probabilité de changement augmente sensiblement : à peine 67 % des notations AAA et 25 % des notations BBB se maintiennent inchangées sur une telle période — une évidence empirique que les notations souveraines, loin d'être figées, évoluent de façon significative au fil du temps.

Les critiques adressées aux agences

Cinq critiques récurrentes

Les notations souveraines sont accusées d'un **biais haussier systématique**, les agences se montrant historiquement trop optimistes. Un phénomène de **comportement moutonnier** (herd behavior) est observé, une agence abaissant sa notation entraînant souvent des révisions similaires chez ses concurrentes, ce qui réduit la valeur ajoutée de disposer de plusieurs agences indépendantes. Les notations arrivent **trop tard**, n'étant révisées que de façon insuffisamment réactive face à une situation qui se détériore rapidement. Un **cycle vicieux** peut s'enclencher lorsqu'une agence, une fois la crise déclenchée, dégrade excessivement une notation, amplifiant ainsi la crise qu'elle est censée mesurer. Enfin, des **échecs de notation** patents ont marqué l'histoire — comme lors de la crise asiatique de 1997, où plusieurs pays (Thaïlande, Corée du Sud, Indonésie, Malaisie) ont vu leur notation dégradée de plusieurs crans en quelques mois à peine, révélant l'inadéquation de l'évaluation initiale.

Pourquoi les agences échouent parfois

Plusieurs explications structurelles sont avancées : des **problèmes d'information**, les données utilisées provenant largement des gouvernements eux-mêmes, avec un risque de rétention des mauvaises nouvelles ; des **ressources limitées**, chaque analyste devant couvrir plusieurs pays à faible visibilité, ce qui encourage le recours à des heuristiques communes plutôt qu'à une recherche approfondie propre à chaque cas ; et un **biais de revenu**, les agences tirant une part significative de leurs revenus de la

Mesurer le risque pays

L’écart de défaut souverain (sovereign default spread)

Le spread comme mesure de marché

Lorsqu’un État émet une obligation en devise étrangère, la comparaison de son taux d’intérêt avec celui d’un placement sans risque dans la même devise fournit une mesure de marché du risque de défaut : l’**écart de défaut souverain** (sovereign default spread). Par exemple, si une obligation brésilienne à 10 ans en dollars se négocie à 6 % alors que le bon du Trésor américain à 10 ans rapporte 3,02 %, l’écart de 2,98 points de pourcentage reflète l’évaluation par le marché du risque de défaut brésilien. Ce type de mesure présente deux avantages sur la notation d’agence : une différenciation plus fine du risque (deux pays partageant la même notation peuvent afficher des spreads différents) et une mise à jour continue en temps réel, plutôt que périodique.

Les spreads de credit default swap (CDS)

Le mécanisme du CDS

Le **credit default swap** (CDS) est un contrat par lequel l'acheteur verse une prime périodique (le spread) au vendeur, en échange d'une indemnisation en cas d'événement de crédit affectant l'entité de référence (défaut, restructuration, faillite) — que le règlement s'effectue par livraison physique de l'obligation défaillante ou par compensation en espèces, sur la base de l'écart entre valeur nominale et valeur de recouvrement estimée. Le marché des CDS souverains reste toutefois une composante mineure de l'ensemble du marché des CDS, dominé par les CDS corporate.

Les CDS, indicateur avancé mais imparfait

Les études disponibles suggèrent que les variations des spreads de CDS souverains anticipent les mouvements des rendements obligataires souverains et des notations elles-mêmes, et constituent de meilleurs prédicteurs des événements de défaut que les notations d'agence — l'épisode grec de 2009-2010 illustre bien cette réactivité, les spreads de CDS évoluant chaque mois tandis que la notation restait stable avant de finir par se dégrader brutalement. Le marché des CDS présente néanmoins des limites : il reste étroit, sujet au risque de contrepartie et de liquidité — la faillite de Lehman Brothers en 2008 en a démontré la fragilité — et une part significative des variations de prix peut refléter des facteurs sans lien direct avec le risque de défaut proprement dit, comme les tensions de liquidité ou de demande des investisseurs.

Les conséquences du défaut

Des effets économiques et politiques durables

Cinq catégories de conséquences

Le défaut souverain entraîne une **perte de réputation** durable, l'État défaillant se voyant attribuer, pour plusieurs années, l'étiquette de mauvais payeur qui renchérit son accès futur au financement. Il génère des **turbulences sur les marchés de capitaux**, les investisseurs se retirant des marchés actions et obligataires, ce qui complique le financement des entreprises privées du pays. Il pèse sur l'**activité réelle**, le PIB reculant typiquement de 0,5 à 2 % dans l'année suivant le défaut, avant un retour progressif à la normale. Il peut provoquer des **représailles commerciales** — une étude évoque un recul de 8 % des échanges bilatéraux après un défaut, avec des effets pouvant persister jusqu'à 15 ans. Enfin, il **fragilise le système bancaire** et **accroît l'instabilité politique** : la probabilité d'une crise bancaire atteint 14 % dans les pays ayant fait défaut, contre 3 % dans les autres, et le défaut accroît sensiblement la probabilité d'un changement de dirigeant politique ou de ministre des Finances.

Synthèse

Ce qu'il faut retenir

Synthèse du chapitre

Le risque de défaut souverain, qu'il porte sur une dette en devise étrangère ou en devise locale, résulte d'un ensemble de déterminants économiques, budgétaires et politiques que ni les notations d'agence, ni les mesures de marché ne parviennent isolément à capturer parfaitement. Les notations souveraines offrent un cadre d'évaluation rigoureux mais critiqué pour son biais haussier, son comportement moutonnier et sa réactivité insuffisante ; les spreads obligataires et les CDS offrent une réactivité supérieure au prix d'une volatilité et d'un risque de contrepartie propres. Un jugement éclairé sur le risque pays combine nécessairement ces trois sources d'information. Le chapitre suivant revient au niveau de l'emprunteur individuel pour approfondir l'estimation statistique des probabilités de défaut.