

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

Triple A un jour, triple A toujours?

La cote de crédit du Canada et sa trajectoire possible

Par Randall Bartlett, économiste en chef adjoint

- ▶ Au moment où les promesses de nouvelles dépenses et de baisses d'impôt se succèdent à un rythme effréné, les investisseurs se demandent, à juste titre, ce que cette augmentation substantielle des emprunts signifie pour la cote de crédit du Canada.
- ▶ Afin de répondre à cette question, nous nous intéressons dans cette note aux méthodes de notation souveraine utilisées par les trois grandes agences de notation du crédit. Actuellement, la dette brute des administrations publiques du Canada se situe en milieu de peloton au sein des économies avancées comparables, et elle devrait y rester. Il en va de même pour la dette nette des administrations publiques lorsque les actifs des régimes publics sont retirés – et lorsqu'ils ne le sont pas, la dette nette du Canada arrive en tête de classement. Une augmentation substantielle des dépenses en défense pourrait éroder cet avantage, mais pas autant que si d'autres pays ne relevaient pas eux aussi massivement leur budget de défense. Bien sûr, une expansion généralisée des emprunts publics risque de pousser les taux d'intérêt mondiaux à la hausse. Heureusement, pour ce qui est des risques externes – le solde du compte courant et la position d'investissement internationale –, le Canada se place également dans la moyenne des pays similaires et devrait y rester. La qualité des institutions canadiennes reste élevée, même si elle s'est légèrement détériorée ces dernières années, selon certains indicateurs. L'indépendance de la Banque du Canada renforce davantage cette force institutionnelle.
- ▶ Nous concluons que l'augmentation substantielle probable des emprunts à venir ne changera vraisemblablement pas grand-chose à la cote de crédit de première qualité du gouvernement du Canada, du moins à court terme.

Avec la myriade de nouvelles dépenses et de baisses d'impôt annoncées depuis l'élection fédérale de 2025, les investisseurs se demandent, à juste titre, ce que cette augmentation substantielle des emprunts signifie pour la cote de crédit du gouvernement du Canada. Afin de répondre à cette question, nous nous intéressons dans cette note aux approches utilisées par les différentes agences de notation et explorons l'orientation des principaux indicateurs budgétaires et économiques du Canada pour comprendre la trajectoire de la cote de crédit du pays.

Quelle est la cote de crédit actuelle du Canada?

Les trois principales agences de notation du crédit souverain, soit Standard & Poor's (S&P), Moody's et Fitch, accordent respectivement à la dette du gouvernement du Canada les notes AAA, Aaa et AA+. La cote de crédit du Canada figure

actuellement parmi les meilleures de ses pairs, notamment les pays du G7 ainsi que l'Australie, la Nouvelle-Zélande et l'Espagne (tableau 1 à la page 2). Les cotes qui lui sont attribuées par S&P et Moody's sont les plus élevées qui soient. Fitch a toutefois fait passer la cote du Canada de AAA à AA+ en 2021, citant la forte augmentation des emprunts pendant la pandémie. Au début des années 1990, la cote de crédit du gouvernement canadien avait déjà été abaissée à la suite d'une hausse insoutenable de l'endettement. Mais elle s'était ensuite améliorée après une série d'excédents budgétaires fédéraux et une baisse du ratio de la dette au PIB.

Tableau 1
La cote de crédit souveraine du Canada est parmi les meilleures au sein de ses pairs

Notations de crédit des États souverains	S&P	Moody's	Fitch
Australie	AAA	Aaa	AAA
Allemagne	AAA	Aaa	AAA
Canada	AAA	Aaa	AA+
Nouvelle-Zélande	AA+	Aaa	AA+
États-Unis	AA+	Aa	AA+
Royaume-Uni	AA	Aa	AA-
France	AA-	Aa	AA-
Japon	A	A+	A
Espagne	A	Baa	A-
Italie	BBB+	Baa	BBB

S&P Global Ratings, Moody's Ratings, Fitch Ratings et Desjardins, Études économiques

Comment les cotes de crédit sont-elles établies?

Il n'existe pas d'approche universelle pour l'établissement d'une cote de crédit souveraine. Chacune des agences de notation a sa propre méthode. Et même s'il existe de nombreux parallèles généraux rendant ces approches comparables, elles varient suffisamment pour fournir des informations différentes.

S&P Global Ratings

Parmi les agences de notation de crédit les plus souvent citées figure S&P Global Ratings. [L'approche utilisée par S&P \[en anglais seulement\]](#) pour évaluer la solvabilité d'un État repose sur cinq piliers fondamentaux : la solidité institutionnelle, la performance économique, la position d'investissement internationale, la situation budgétaire et la politique monétaire. Chacun de ces aspects fait l'objet d'une analyse approfondie afin de produire une note indicative, qui est ensuite soumise à des facteurs d'ajustement supplémentaires afin d'être affinée. L'agence détermine ainsi la cote de crédit de l'émetteur en devises, cote qui peut être ajustée légèrement à la hausse si l'État peut émettre des titres de créance dans sa propre monnaie. Plus récemment, S&P a également [intégré \[en anglais seulement\]](#) des variables sectorielles et industrielles dans sa méthodologie. Les paramètres utilisés dans l'évaluation du crédit souverain de S&P comprennent notamment ceux énumérés au tableau 2.

Tableau 2
Indicateurs courants utilisés par les agences de notation pour évaluer le crédit souverain

Indicateurs clés	S&P	Moody's	Fitch	Banque du Canada
Dettes brutes des administrations publiques (% du PIB)		X	X	X
Dettes nettes des administrations publiques* (% du PIB)	X			
Paiement des intérêts (% des revenus)	X	X	X	X
PIB par habitant (niveau)	X	X	X	X
PIB réel ou PIB réel par habitant (croissance)	X	X	X	X
Solde du compte courant (% du PIB)	X	X	X	X
Position d'investissement internationale (% du PIB)	X		X	X
Statut de monnaie de réserve	X	X	X	X
Mesures de l'efficacité des politiques budgétaires	X	X	X	X

 * Ajustée pour les actifs des fonds de sécurité sociale ou des régimes de retraite publics.
 S&P Global Ratings, Moody's Ratings, Fitch Ratings et Desjardins, Études économiques

[La Banque du Canada \(2021\) \[en anglais seulement\]](#) a reproduit la méthodologie de notation du crédit souverain de S&P à l'aide de données publiques. Cet exercice visait à faciliter la gestion des réserves de change du Canada. La Banque du Canada a renforcé davantage l'approche de S&P en y incluant des facteurs liés aux changements climatiques afin d'ajuster la cote de crédit indicative.

Moody's Ratings

Tout comme l'approche de S&P, le [cadre méthodologique de Moody's Ratings \[en anglais seulement\]](#) repose sur quatre facteurs : la vigueur de l'économie, la solidité des institutions et de la gouvernance, la solidité budgétaire et la vulnérabilité aux risques évènementiels. Ces éléments alimentent les résultats de la grille de notation, après quoi d'autres ajustements sont apportés pour déterminer la cote finale. Les principaux indicateurs utilisés dans le cadre de Moody's pour la notation du crédit souverain comprennent ceux énumérés au tableau 2. Parmi les différences les plus notables avec l'approche de S&P figure l'utilisation de la dette brute des administrations publiques (en pourcentage du PIB) plutôt que la dette publique nette pour déterminer la cote initiale. Moody's tient également compte des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans sa notation.

Fitch Ratings

Enfin, [les critères de Fitch Ratings \[en anglais seulement\]](#) pour la notation souveraine commencent par quatre groupes d'indicateurs qui alimentent son modèle afin de déterminer la cote prévue. Il s'agit notamment des caractéristiques structurelles; de la performance, des politiques et des perspectives macroéconomiques; des finances publiques; et, finalement, des finances externes. Un volet qualitatif intervient ensuite pour ajuster la notation à la hausse ou à la baisse en fonction de divers autres facteurs, dont les prévisions macroéconomiques. Le tableau 2 présente également certains indicateurs clés utilisés par Fitch pour la notation du crédit souverain.

Qu'est-ce que cela suggère pour la cote de crédit du Canada?

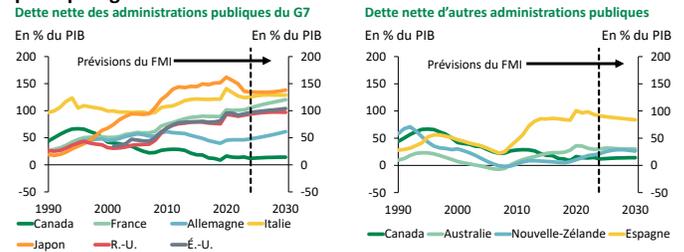
Une cote de crédit souveraine est à la fois absolue et relative. Elle est absolue en ce sens qu'elle se rapporte à la variation de l'encours du crédit d'un État et de la capacité de celui-ci à assurer le service de sa dette; et elle est relative en ce sens que l'évolution de la position de crédit des autres États souverains est également considérée. La présente section examine certains des indicateurs clés pris en compte par les agences de notation et compare le Canada à d'autres économies avancées similaires.

Dette des administrations publiques

Pour ce qui est de la dette brute des administrations publiques en proportion du PIB, la mesure privilégiée par Moody's et Fitch, le Canada se situe à peu près en milieu de peloton comparativement aux économies avancées semblables (graphique 1). Par exemple, en 2023, le ratio de la dette brute des administrations publiques par rapport au PIB du Canada était plus élevé que celui de l'Allemagne et du Royaume-Uni dans le G7, mais inférieur à celui de la France, des États-Unis, de l'Italie et du Japon. Il était également supérieur à celui d'autres pays comparables, comme l'Australie, la Nouvelle-Zélande et l'Espagne. À l'avenir, le Fonds monétaire international (FMI) s'attend à ce que la position du Canada en ce qui concerne la dette brute de ses administrations publiques en pourcentage du PIB s'améliore légèrement. Selon cette mesure, du moins, le gouvernement du Canada ne semble pas confronté à une baisse imminente de sa cote de crédit. Toutefois, cette prévision a été publiée avant les élections fédérales de 2025 et les annonces de dépenses importantes qui ont suivi, et avant la publication de certains budgets provinciaux pour 2025.

Graphique 2

Le Canada est premier de classe pour la dette nette des administrations publiques grâce aux caisses de retraite

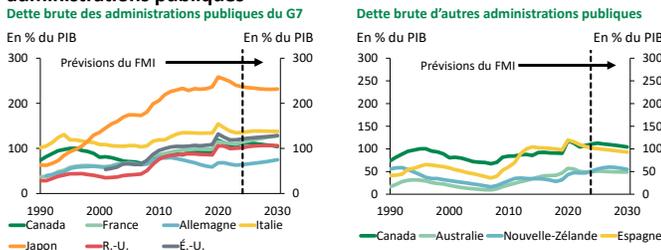


Perspectives de l'économie mondiale (PEM) du Fonds monétaire international (FMI) et Desjardins, Études économiques

Pour obtenir une vision plus représentative de la dette nette des administrations publiques du Canada, il faut se référer aux statistiques sur les finances publiques (GFS) du FMI. Et bien que les données des GFS ne comprennent pas de prévisions, elles permettent une comparaison historique de la dette nette des administrations publiques excluant les fonds de sécurité sociale (là où c'est possible). Le Canada se classe bien à cet égard aussi, dans une position à peu près à mi-chemin de celles pour la dette brute et la dette nette présentées précédemment (graphique 3).

Graphique 1

Le Canada est en milieu de peloton pour ce qui est la dette brute des administrations publiques

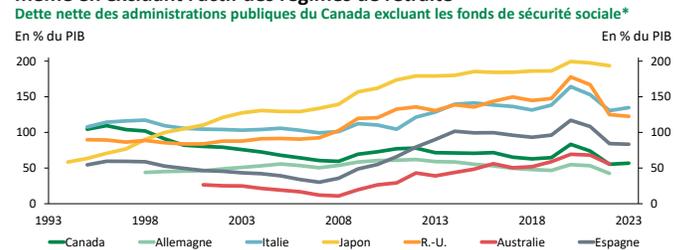


Perspectives de l'économie mondiale (PEM) du Fonds monétaire international (FMI) et Desjardins, Études économiques

En ce qui concerne la mesure de la dette privilégiée par S&P, soit la dette nette des administrations publiques, les estimations et prévisions du FMI placent le Canada dans une position très favorable (graphique 2). Toujours d'après ce critère, le gouvernement du Canada ne semble d'aucune façon vulnérable à une décote. Il faut cependant noter que cette mesure très favorable de la dette reflète en grande partie l'importance des actifs détenus par les régimes de retraite publics canadiens. Les agences de notation n'accordent que très peu d'importance à ces actifs, puisqu'ils sont généralement non disponibles pour le service de la dette en cas de crise de l'endettement. Cela met malgré tout en relief le fait que les régimes de retraite publics canadiens sont bien capitalisés par rapport à ceux, sous-capitalisés, de certains autres pays développés.

Graphique 3

La dette nette des administrations publiques du Canada demeure faible même en excluant l'actif des régimes de retraite

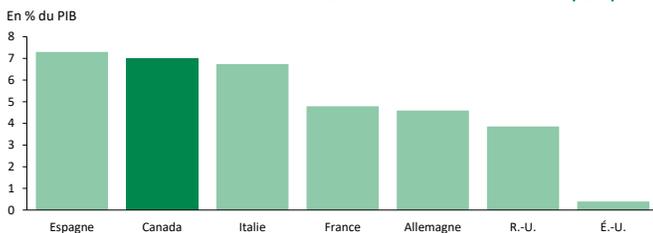


* Les fonds de sécurité sociale comprennent les régimes de retraite publics; d'autres pays comparables sont exclus, car les données sur la dette nette des administrations publiques excluant les fonds de sécurité sociale ne sont pas disponibles. Statistiques sur les finances publiques (GFS) du Fonds monétaire international (FMI) et Desjardins, Études économiques

Le changement le plus important dans les budgets nationaux depuis que le FMI a publié ses *Perspectives de l'économie mondiale* (PEM) d'avril 2025 est l'augmentation substantielle des dépenses en défense planifiées. Lors de la récente réunion de l'Organisation du Traité de l'Atlantique Nord (OTAN), les 24 et 25 juin, les pays se sont engagés à accroître leurs dépenses à ce chapitre pour les porter à 5 % du PIB d'ici 2035. Ce chiffre comprend 3,5 % de dépenses en défense de base et 1,5 % de dépenses connexes. Pour le Canada, cela implique une hausse par rapport à 1,4 % du PIB en 2024 et une cible promise de 2,0 % du PIB d'ici la fin de l'exercice 2025-2026. Les implications pour la dette publique peuvent être déterminées en fonction de l'écart à combler entre les dépenses militaires récentes en proportion du PIB et les nouvelles dépenses prévues. Selon cette mesure, le Canada est à la traîne par rapport à ses

alliés de l'OTAN, ce qui signifie qu'il pourrait devoir accroître ses dépenses, ses déficits et sa dette davantage que plusieurs autres membres de l'OTAN pour y parvenir (graphique 4). D'après les prévisions du FMI, la dette brute des administrations publiques du Canada en proportion du PIB devrait être supérieure d'environ 7 % si les dépenses militaires augmentaient pour atteindre 3,5 % du PIB d'ici 2030 au lieu de rester stables à 1,4 % du PIB (niveau de 2024). Évidemment, cela suppose qu'il n'y aura pas de nouveaux revenus ou de réductions des dépenses ailleurs pour compenser les nouvelles dépenses militaires. (Pour connaître les répercussions budgétaires et économiques de la hausse prévue des dépenses en défense, consultez notre récent [rapport](#).)

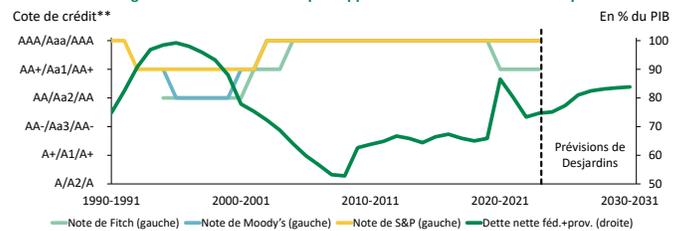
Graphique 4
La dette des administrations publiques du Canada pourrait augmenter en 2030 en raison de la nouvelle cible de l'OTAN
 Incidence du relèvement de la cible de l'OTAN sur la dette brute des administrations publiques*



* Prédit que les dépenses en défense (de base et connexes) atteindront 3,5 % du PIB d'ici 2030 avant de continuer à augmenter à 5 % d'ici 2035, plutôt que de rester inchangées à 1,4 % du PIB (niveau de 2024). L'opération inclut également l'effet de l'augmentation de la dette sur les charges de la dette publique.
 Perspectives de l'économie mondiale (PEM) du Fonds monétaire international (FMI), Organisation du Traité de l'Atlantique Nord (OTAN) et Desjardins, Études économiques

Si l'on veut examiner plus en détail les finances publiques du Canada, on peut se reporter aux prévisions de la dette nette publiées selon les Comptes publics pour avoir une idée plus à jour de l'évolution des finances du pays. Cette information est basée sur les budgets provinciaux et, en l'absence de perspectives budgétaires fédérales officielles, sur la plateforme électorale de 2025 du Parti libéral du Canada et les annonces faites depuis les élections (comme l'engagement à atteindre la nouvelle cible de l'OTAN). Selon ces sources, la dette publique nette en proportion du PIB augmente incontestablement (graphique 5). Quant à savoir si cette hausse est suffisante pour provoquer une autre décote, les paris sont ouverts, mais cela ne semble certainement pas imminent. (Les provinces ne publient pas de prévisions relatives à la dette publique brute, donc le graphique 5 fait référence à la dette publique nette. Toutefois, le [FMI \(2016\) \[en anglais seulement\]](#) a constaté que la dette nette est un meilleur indicateur des écarts des obligations souveraines que la dette brute, de sorte que cette mesure pourrait être plus pertinente pour les investisseurs.)

Graphique 5
La qualité du crédit du gouvernement canadien demeure élevée, pour le moment
 Cote de crédit du gouvernement du Canada par rapport à la dette nette fédérale et provinciale*



* La dette nette, telle que présentée ici, correspond à la somme de la dette nette du fédéral et des provinces selon les Comptes publics historiques et les prévisions Desjardins, les dernières plateformes disponibles et les mesures annoncées.
 ** À la fin de l'émission; ordre sur l'axe des y de Fitch, Moody's et Standard (S&P).
 Bloomberg, gouvernements provinciaux, gouvernement du Canada, Parti libéral du Canada et Desjardins, Études économiques

Tout cela pour dire que, même si l'on s'attend à ce que la dette publique du Canada soit plus élevée que prévu à la fin de la décennie, le pays maintiendra vraisemblablement une position fiscale respectable par rapport aux économies avancées comparables. Tant que les paiements d'intérêts restent modérés en proportion des revenus, le Canada devrait conserver un niveau moyen de flexibilité budgétaire à l'avenir, même si les coûts du service de la dette continueront de croître. Toutefois, des coûts d'emprunt plus élevés que prévu actuellement constituent un risque notable pour les perspectives financières de tous les paliers de gouvernement au Canada. Cela reflète en partie la progression spectaculaire de la dette des économies avancées attendue au cours de la prochaine décennie pour financer le réarmement de l'OTAN et les déficits budgétaires plus importants, notamment aux États-Unis.

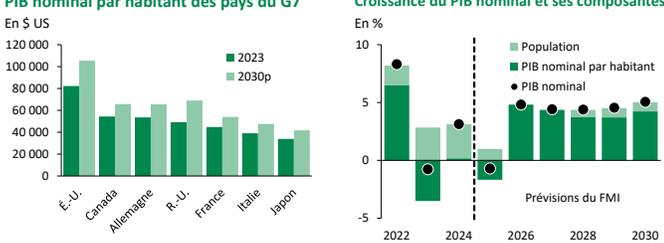
Niveau de production et croissance économique

Toutes les agences de notation examinent une mesure de la croissance du PIB par habitant et du PIB réel pour se faire une idée de la capacité d'un pays à accroître ses revenus afin de respecter ses engagements en matière de crédit. À cet égard, le Canada a enregistré – et continuera vraisemblablement d'enregistrer – des résultats mitigés par rapport à des pays comparables.

En ce qui concerne le PIB nominal par habitant, le FMI classait le Canada au 16^e rang de sa liste d'économies avancées en 2023, mais au 2^e rang du G7, loin derrière les États-Unis (graphique 6 à la page 5). D'ici 2030, le FMI s'attend à ce que le Canada glisse juste derrière le Royaume-Uni, à peu près au même niveau qu'une Allemagne revigorée. Si l'on ajoute à cela la faiblesse prévue de la croissance démographique en raison du nombre limité de nouveaux arrivants au Canada, la croissance du PIB nominal, l'indicateur le plus large de l'assiette fiscale, sera probablement encore plus faible, selon le FMI.

Graphique 6

Le revenu moyen au Canada est moindre qu'aux États-Unis et devrait perdre encore davantage de terrain
PIB nominal par habitant des pays du G7

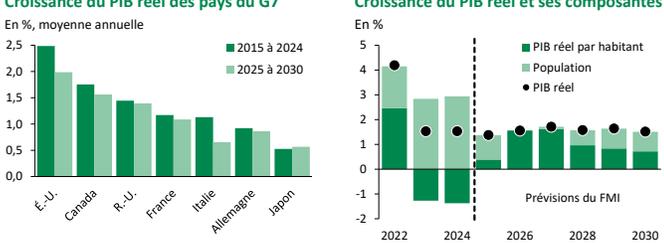


Perspectives de l'économie mondiale (PEM) du Fonds monétaire international (FMI) et Desjardins, Études économiques

La croissance tiède du PIB nominal serait le résultat non seulement d'une croissance démographique peu vigoureuse, mais aussi d'une progression moribonde du PIB réel par habitant (graphique 7). Cette mesure générale du niveau de vie a reculé pendant la majeure partie de la période postpandémique au Canada, les gains de population ayant surpassé la croissance du PIB réel global. Mais comme la croissance démographique ralentit et que le gouvernement fédéral fait d'importants investissements dans les [infrastructures](#) et la [défense](#), la croissance du PIB réel par habitant pourrait s'accélérer. Ce serait particulièrement le cas si le conflit commercial avec les États-Unis était résolu, ce qui pourrait entraîner une nouvelle hausse de la croissance du PIB réel canadien.

Graphique 7

Le PIB réel par habitant remplacera les gains démographiques comme moteur de croissance au Canada
Croissance du PIB réel des pays du G7



Perspectives de l'économie mondiale (PEM) du Fonds monétaire international (FMI) et Desjardins, Études économiques

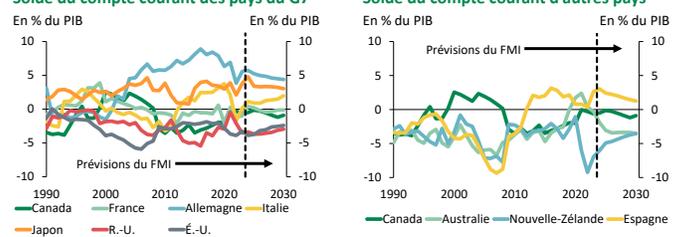
Risques externes

Une mesure courante utilisée par les agences de notation pour évaluer les risques externes d'un pays est le solde du compte courant, qui représente les flux de commerce et d'investissement entre un pays et le reste du monde. Le FMI publie cet indicateur économique utile dans ses PEM semestrielles, avec des prévisions. Il s'attend à ce que le compte courant du Canada en proportion du PIB demeure globalement équilibré et au milieu du peloton des pays comparables (graphique 8). Nous avons été légèrement moins optimistes dans nos plus récentes [Prévisions économiques et financières](#). La position d'investissement internationale

nette (qui indique l'équilibre entre les actifs et les passifs externes d'un pays) du Canada est constamment négative, ce qui renforce sa posture moyenne en matière de vulnérabilités externes.

Graphique 8

Le FMI s'attend à ce que le compte courant du Canada reste globalement équilibré et en milieu de peloton parmi ses pairs
Solde du compte courant des pays du G7

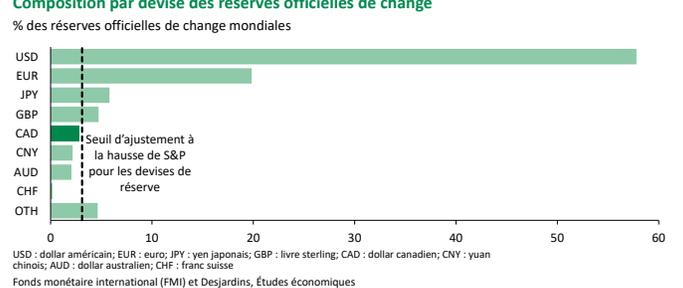


Perspectives de l'économie mondiale (PEM) du Fonds monétaire international (FMI) et Desjardins, Études économiques

L'attribution d'une cote de crédit souveraine tient également compte du statut de réserve de la monnaie d'un pays. S&P rajuste à la hausse la cote de la dette souveraine d'un pays si sa monnaie compte pour plus de 3 % de la somme des réserves de change dans le monde, selon le rapport COFER (*Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves*) du FMI. En 2024, le dollar américain, l'euro, le yen japonais et la livre sterling figuraient parmi les devises ayant bénéficié de cet ajustement (graphique 9). Le dollar canadien est arrivé tout juste en deçà du seuil de qualification de S&P en tant que monnaie de réserve. Cela pourrait toutefois changer dans l'avenir, car la part des réserves mondiales en dollars canadiens a progressé de façon constante au cours de la dernière décennie.

Graphique 9

Le Canada arrive juste en deçà du seuil d'ajustement à la hausse pour les devises de réserve
Composition par devise des réserves officielles de change



Fonds monétaire international (FMI) et Desjardins, Études économiques

Solidité institutionnelle et efficacité des politiques

Bien qu'elles soient plus difficiles à chiffrer, la solidité institutionnelle et l'efficacité des politiques sont des facteurs clés pour déterminer la cote de crédit souveraine d'un pays. Une vaste gamme d'indicateurs peuvent être utilisés à cette fin, mais les indicateurs de gouvernance de la Banque mondiale sont les

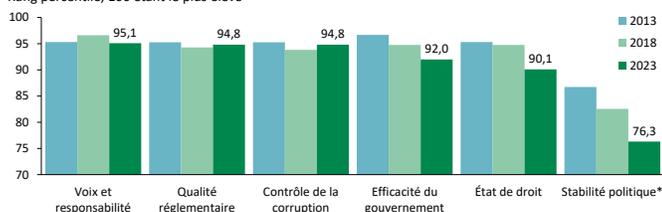
plus couramment choisis. Ils comprennent un classement des pays pour la voix et la responsabilité, la qualité réglementaire, le contrôle de la corruption, l'efficacité du gouvernement, l'État de droit, ainsi que la stabilité politique et l'absence de violence/terrorisme. Le Canada fait très bonne figure pour ce qui est des trois premiers indicateurs, et son classement est demeuré relativement inchangé au cours de la décennie s'étant terminée en 2023 (graphique 10). À l'inverse, le classement du Canada en matière d'État de droit, d'efficacité du gouvernement et, en particulier, de stabilité politique et d'absence de violence/terrorisme ont tous chuté de manière notable. Cela reflète probablement, en partie, les manifestations contre les restrictions sanitaires imposées durant la pandémie, lesquelles ont paralysé la capitale du pays et entraîné la fermeture temporaire de certains postes frontaliers au début de 2022.

Graphique 10

Le Canada se classe généralement parmi les meilleurs de classe pour les indicateurs de gouvernance mondiaux

Indicateurs de gouvernance mondiaux pour le Canada

Rang percentile, 100 étant le plus élevé



* Renvoie à l'indicateur « Stabilité politique et absence de violence/terrorisme ».

Banque mondiale et Desjardins, Études économiques

Mais la période de la COVID-19 a été un choc mondial perturbateur unique, et si l'environnement social du Canada demeure aussi stable qu'il l'est habituellement, certains des récents reculs du classement relatif du Canada pourraient être renversés à l'avenir. Dans tous les cas, l'application de la méthodologie de la Banque du Canada pour déterminer le score en matière de cadre institutionnel et de développements politiques place le Canada sur le deuxième échelon des pays ayant un cadre politique solide et un bon bilan politique. Les notes attribuées au Canada par les trois grandes agences de notation pour des indicateurs comparables sont vraisemblablement similaires.

L'autre institution importante qui mérite une mention honorable est la Banque du Canada. Sa grande capacité et la souplesse dont elle dispose pour mettre en œuvre une politique monétaire indépendante améliorent son efficacité grâce à une transmission rapide aux taux obligataires à court terme. Cela dit, ce qui pèse quelque peu sur la cote de crédit du Canada, c'est la durée moyenne à l'échéance relativement faible de la dette du gouvernement du Canada, inférieure à la moyenne de l'OCDE et la deuxième plus faible du G7, juste après les États-Unis. Les

finances du gouvernement canadien sont donc plus vulnérables aux variations des taux d'intérêt à court terme que celles de nombreuses autres économies avancées.

Conclusion

Considérant tous ces facteurs, la réputation de qualité supérieure du crédit du gouvernement du Canada semble bien méritée. Cela dit, des développements récents non pris en compte dans les dernières analyses et prévisions du FMI, tels que l'augmentation massive des dépenses en défense planifiées conjuguée aux réductions d'impôts en cours, laissent entrevoir des risques de détérioration potentielle des finances publiques. Mais il faudrait probablement que les choses empirent considérablement par rapport à aujourd'hui pour voir une décote du Canada – et s'il devait y en avoir une, ce serait vraisemblablement dans un avenir assez lointain.

Du point de vue des marchés, nos spécialistes en macrostratégie notent que la prime de terme du Canada semble s'être excessivement élargie par rapport à celle des États-Unis, compte tenu des situations budgétaires respectives des deux pays. Notre évaluation de la vulnérabilité des notations souveraines tend à renforcer ce point de vue.