
Collectivités locales françaises : la maîtrise globale de l'endettement n'empêchera pas des tensions financières individuelles

Analystes principaux:

Mehdi Fadli, Paris, (33) 1-4420-6706; mehdi.fadli@standardandpoors.com
Laurent Niederberger, Paris, (33) 1-4420-6704; laurent.niederberger@standardandpoors.com
Christophe Dore, Paris, (33) 1-4420-6665; christophe.dore@standardandpoors.com

Analystes secondaires:

Jean-Baptiste Legrand, Paris, (33) 1-4420-6764; jb.legrand@standardandpoors.com
Youssef Ait Benasser, Paris, +33144206761; youssef.benasser@standardandpoors.com

Assistante de recherche:

Ghita Lamriki

Sommaire

Vue d'ensemble

La réduction de l'investissement devrait permettre de modérer les besoins de financement des collectivités en 2016 et en 2017, mais la pression sur les niveaux d'épargne brute s'accroît

Bloc communal : l'ajustement structurel des programmes pluriannuels d'investissement devrait contenir les besoins de financement

Départements : des besoins de financement globaux modérés mais des tensions financières individuelles

Régions : des besoins de financement encore élevés mais maîtrisés

Un accès global à la liquidité toujours important et des conditions de financement restant favorables

Rapports associés

Collectivités locales françaises : la maîtrise globale de l'endettement n'empêchera pas des tensions financières individuelles

Standard & Poor's estime que le recours à l'emprunt de l'ensemble des 39 000 collectivités locales françaises (villes, groupements à fiscalité propre, départements et régions) a atteint 16,7 milliards d'euros en 2015, inférieur aux 18 milliards d'euros de nos prévisions de l'année dernière grâce notamment à une épargne brute plus élevée qu'anticipé. Nous prévoyons que le recours à l'emprunt devrait augmenter mais rester maîtrisé à 17,5 milliards d'euros en 2016 et 19 milliards d'euros environ en 2017. Selon nous, les hausses de 2016 et de 2017 résulteraient essentiellement de l'augmentation du recours à l'emprunt du bloc communal à 9,5 milliards d'euros en 2016 et 11 milliards d'euros en 2017, contre 9 milliards d'euros environ en 2015. Par ailleurs, nous estimons que le remboursement en capital de la dette devrait rester relativement stable compris entre 13 milliards et 14 milliards d'euros annuellement.

Dès lors, nous anticipons une hausse graduelle mais contenue de la dette directe des collectivités locales françaises dont l'encours s'élèverait à 154/155 milliards d'euros en fin d'année 2017, soit 80% des recettes de fonctionnement, contre 74% en fin d'année 2015. En comparaison internationale, ce niveau d'endettement resterait modéré. Néanmoins, nous estimons que cette maîtrise globale de l'endettement cache certaines tensions financières individuelles notamment au sein du bloc départemental.

Par ailleurs, nous estimons que la majorité des collectivités locales françaises devrait continuer à bénéficier en 2016 et en 2017 d'un accès important à la liquidité externe et de conditions de financement attractives aussi bien en ce qui concerne le financement à long terme qu'à court terme. Nous considérons que le financement des collectivités locales restera marqué par la diversification des sources de financement avec en particulier un maintien voire un renforcement du recours au marché obligataire et aux billets de trésorerie, une présence toujours forte des banques publiques et une montée en charge graduelle de l'Agence France Locale dans les prochaines années.

Vue d'ensemble

- Les collectivités locales françaises continueront à faire face jusqu'en 2017 à une pression forte sur leurs niveaux d'épargne brute du fait de la poursuite de la réduction des dotations de l'Etat avec pour la première fois une baisse globale de leurs recettes de fonctionnement en 2016.
- Après une réduction importante en 2015, nous estimons que les collectivités locales françaises diminueront encore leurs dépenses d'investissement pour contenir leurs besoins de financement et maîtriser l'évolution de leur endettement en 2016 et en 2017.
- Néanmoins, cette maîtrise globale masque certaines tensions financières individuelles notamment au sein du bloc départemental.
- Par ailleurs, nous considérons que la majorité des collectivités locales bénéficiera d'une offre de financements externes importante et diversifiée et de conditions de financement attractives. La concurrence entre les prêteurs continuerait à être renforcée par la présence de l'Agence France Locale.
- L'inclusion des titres obligataires des collectivités locales dans le programme d'achat d'actifs décidée par la Banque centrale européenne en décembre 2015 pourrait favoriser le marché obligataire en termes de volume et de prix. Le

marché des billets de trésorerie continuerait à se développer avec des conditions toujours très favorables pour le financement à court terme.

La réduction de l'investissement devrait permettre de modérer les besoins de financement des collectivités en 2016 et en 2017, mais la pression sur les niveaux d'épargne brute s'accroît

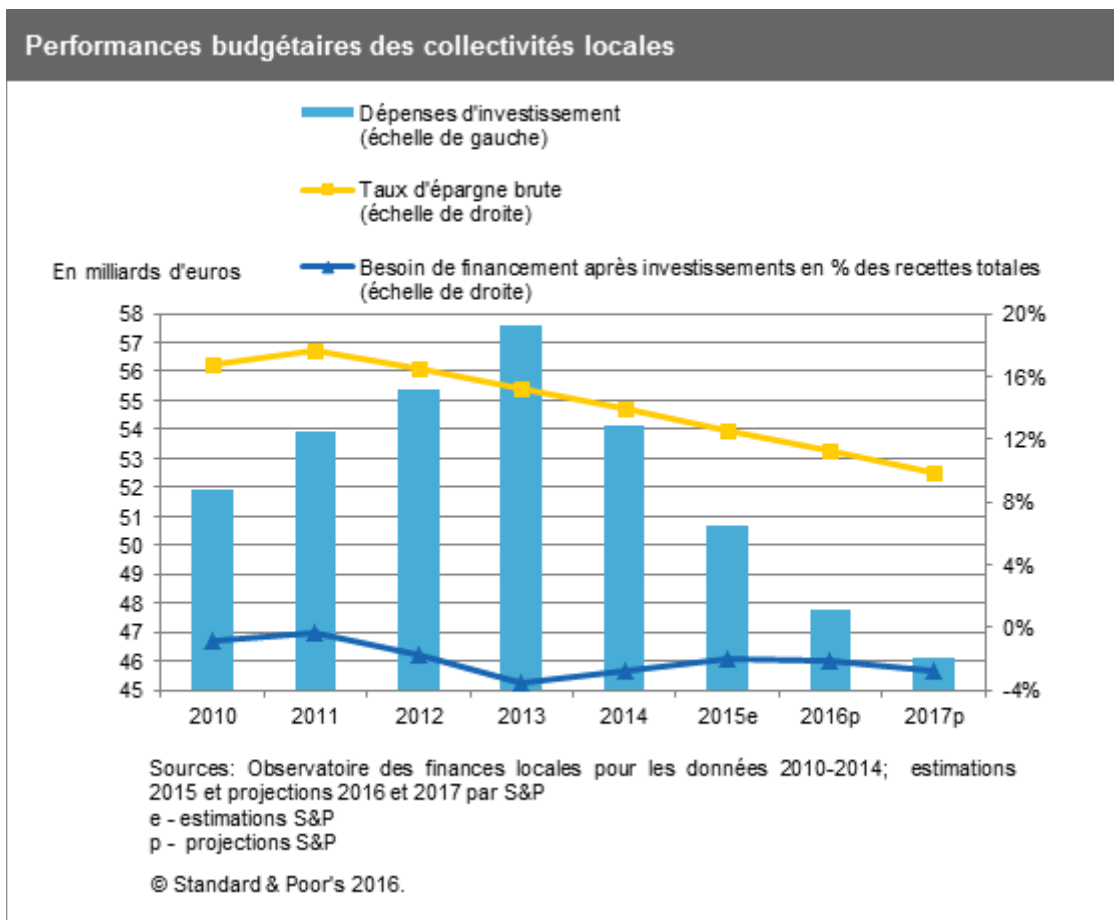
Du fait principalement de la poursuite de la réduction des dotations de l'Etat en 2016 et 2017 (11 milliards d'euros sur la période 2015-2017), nous anticipons des premières baisses (limitées) des recettes de fonctionnement des collectivités locales françaises en 2016 (-0,3%) et en 2017 (-0,4%), contre des hausses de 1,2% sur la période 2012-2015 et 3,6% entre 2008 et 2011. Nos prévisions intègrent une augmentation des produits de la cotisation sur la valeur ajoutée des entreprises (CVAE) d'environ 1% en moyenne annuelle en 2016 et en 2017 ainsi qu'une utilisation générale modérée du levier fiscal principalement liée au bloc départemental.

Par ailleurs, nous estimons que les collectivités locales françaises devraient continuer à renforcer la maîtrise de leurs dépenses de fonctionnement au cours des deux prochaines années avec une hausse proche de 1,5% en moyenne annuelle, contre notre estimation de 2% en 2015 et une progression constatée de 3% sur la période 2012-2014.

Dès lors, la pression sur l'épargne brute moyenne des collectivités locales françaises devrait s'accroître au cours des prochaines années. L'épargne brute passerait sous les 10% des recettes de fonctionnement en 2017, contre 13% environ en 2015 et 17% au début de la décennie. Néanmoins, en comparaison internationale, ce niveau d'épargne brute resterait satisfaisant.

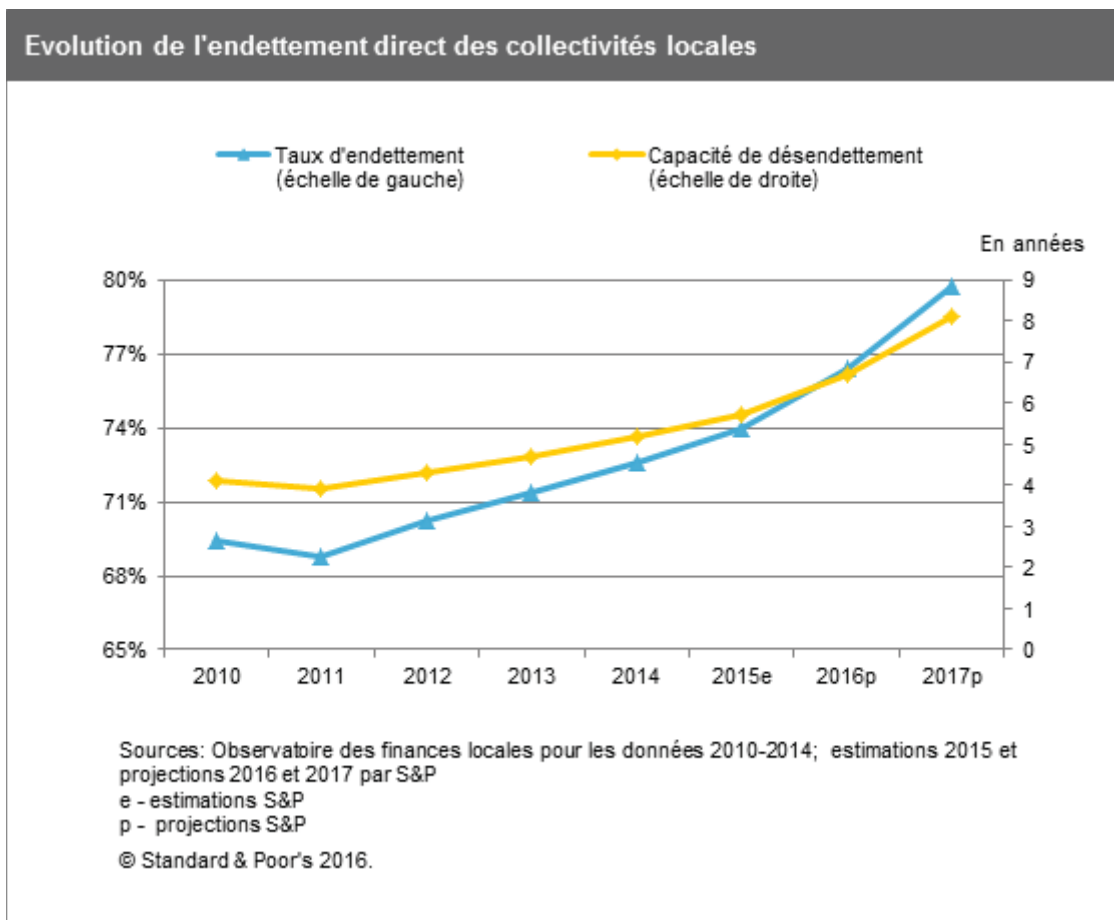
Malgré cette pression forte sur les niveaux d'épargne brute, nous projetons le maintien de besoins de financement après investissements modérés à 2,5% des recettes totales en moyenne en 2016 et en 2017, contre 2% en 2015. La capacité des collectivités locales françaises à contenir leurs besoins de financement continuerait à refléter principalement de nouveaux ajustements à la baisse de leur effort d'investissement. Après une baisse de 6% des dépenses d'investissement en 2014, en grande partie due à l'effet du cycle électoral pour le bloc communal (élections municipales de mars 2014), nous estimons que l'effort d'investissement des collectivités locales a connu une baisse de même ampleur en 2015 et nous anticipons de nouvelles réductions de 6% en 2016 et de 3,5% en 2017. Ces diminutions seraient principalement liées aux ajustements effectués par les blocs communal et départemental.

Graphique 1



Nos prévisions se fondent aussi sur une utilisation limitée du fonds de roulement à hauteur de 400 millions d'euros par an en 2016 et en 2017, contre 2,2 milliards d'euros en moyenne annuelle entre 2013 et 2015, les collectivités ayant utilisé en grande partie les augmentations de leur fonds de roulement des années 2010-2012 lorsqu'elles ont sur-emprunté dans un contexte de crise de liquidité. Ainsi, nous anticipons que le recours à l'emprunt devrait augmenter mais rester maîtrisé à 17,5 milliards d'euros en 2016 et 19 milliards d'euros environ en 2017, alors que le remboursement en capital annuel de la dette devrait rester relativement stable, compris entre 13 et 14 milliards d'euros. Dès lors, l'encours de dette directe des collectivités locales devrait continuer à croître graduellement pour atteindre 80% des recettes de fonctionnement en fin d'année 2017 (74% en fin d'année 2015), ce qui resterait modéré en comparaison internationale. Néanmoins, la capacité de désendettement continuerait à se détériorer et dépasserait 8 années en 2017 (5,7 années environ en 2015 et moins de 4 années en 2011), en raison principalement de la diminution de l'épargne brute.

Graphique 2



Bloc communal : l'ajustement structurel des programmes pluriannuels d'investissement devrait contenir les besoins de financement

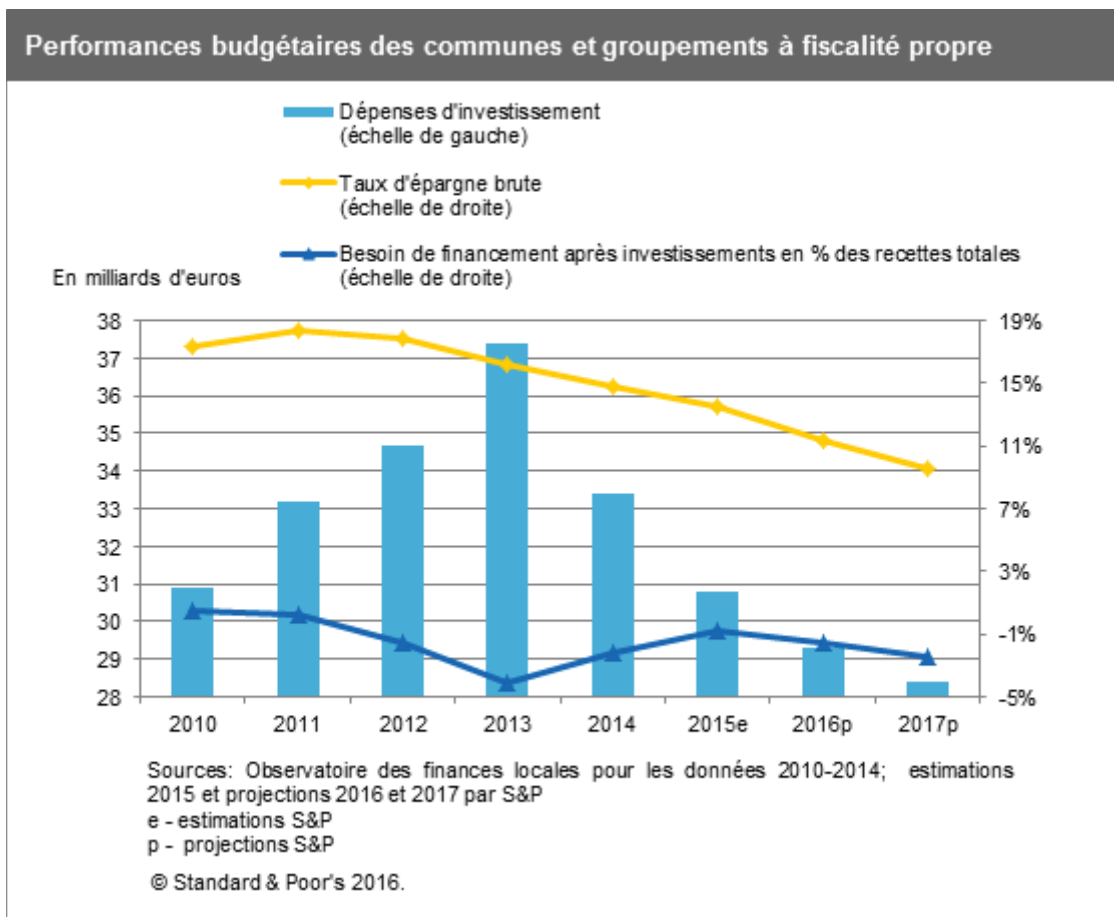
Grâce à la structure de leurs budgets qui inclut une part importante de recettes de fiscalité directe par rapport aux autres échelons territoriaux, les communes et les groupements à fiscalité propre ont bénéficié d'une croissance favorable de leurs recettes de fonctionnement d'environ 2% en moyenne annuelle entre 2011 et 2014. En 2015, en dépit d'un recours modéré au levier fiscal, la croissance des recettes de fonctionnement a légèrement fléchi pour atteindre 1,7% en raison notamment de la baisse des dotations de l'Etat de 2,1 milliards d'euros à la charge du bloc communal (après une baisse de 840 millions en 2014). Cette tendance devrait s'accroître au cours des prochaines années du fait de la poursuite de la réduction annuelle de 2,1 milliards des dotations de l'Etat au bloc communal en 2016 et en 2017, alors que nous anticipons un recours limité au levier fiscal. Ainsi, nous projetons une baisse de 0,3% des recettes de fonctionnement en 2016 suivie d'une diminution de 0,5% en 2017.

Par ailleurs, malgré un renforcement de la maîtrise des dépenses de fonctionnement par rapport à la période 2011-2015 (hausse d'environ 3% en moyenne annuelle), celles-ci devraient continuer à croître de près de 2% par an en 2016 et en 2017. Par conséquent, l'épargne brute du bloc communal devrait se réduire assez fortement à 9,5% des

recettes de fonctionnement en 2017, contre environ 13,5% en 2015.

Néanmoins, du fait d'un ajustement important à la baisse de l'effort d'investissement, les besoins de financement après investissements devraient rester modérés. En 2015, nous estimons que les dépenses d'investissement ont diminué de près de 8% après avoir baissé de 9% en 2014 en raison du cycle électoral (élections municipales de mars 2014). Au vu des contraintes financières liées à la réduction des dotations de l'Etat et à la réforme des rythmes scolaires mais aussi du fait de la baisse des subventions d'investissement provenant des autres échelons territoriaux, nous anticipons une poursuite de l'ajustement structurel des programmes pluriannuels d'investissement du bloc communal d'ici à 2017. Nous projetons ainsi une nouvelle diminution des dépenses d'investissement de 5% en 2016 suivie d'une baisse plus modérée de 3% en 2017. Les communes et groupements à fiscalité propre pourraient dès lors être en mesure de maintenir des besoins de financement après investissements modérés représentant environ 1,5% des recettes totales en 2016 et 2,4% en 2017, contre moins de 1% des recettes totales en 2015.

Graphique 3



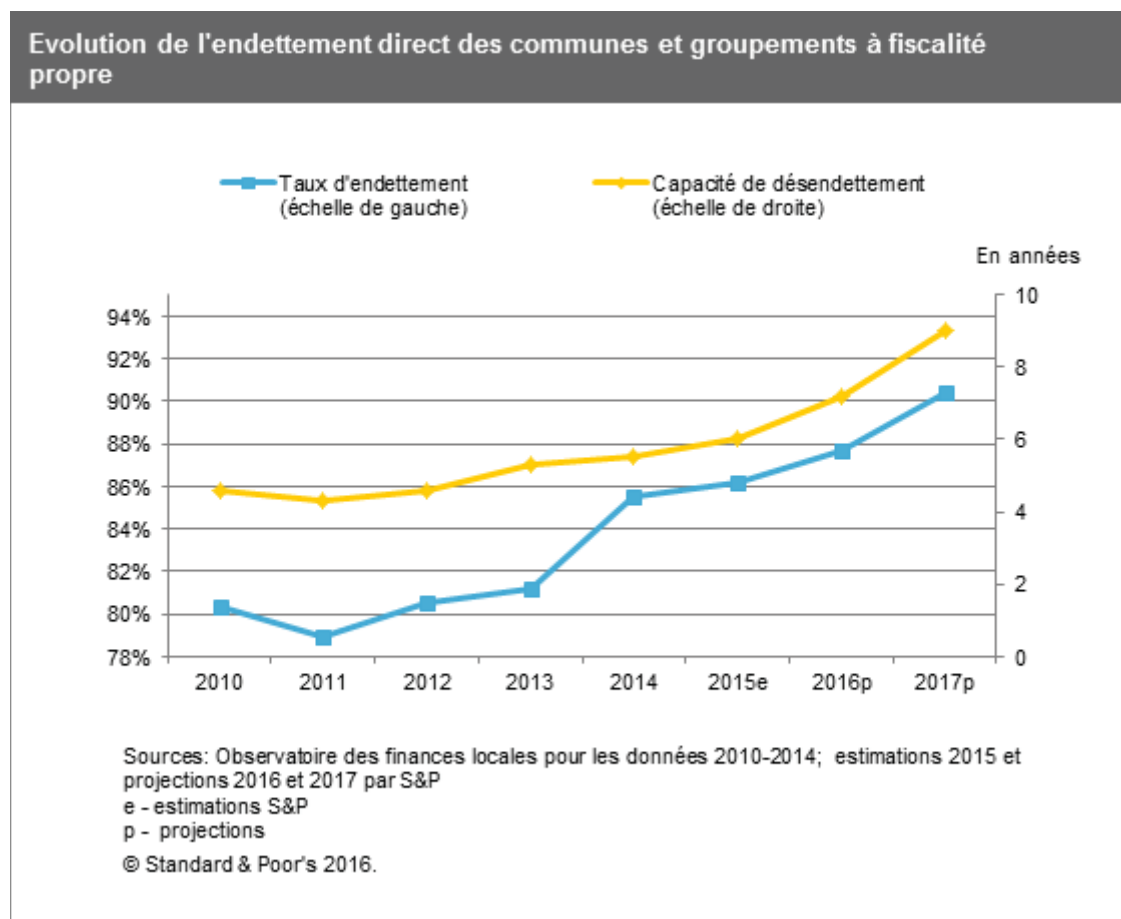
Nos prévisions se fondent aussi sur une nouvelle utilisation limitée par le bloc communal de son fonds de roulement à hauteur de 300 millions d'euros par an en 2016 et en 2017, identique à celle que nous estimons pour 2015, mais nettement en retrait par rapport à 2013 et 2014 (2,4 milliards d'euros en moyenne annuelle). Ainsi, nous anticipons une légère hausse du recours à l'emprunt du bloc communal en 2016 à 9,5 milliards d'euros environ suivie d'une hausse à

11 milliards d'euros environ en 2017, alors que le remboursement annuel en capital de la dette devrait rester stable à 8 milliards d'euros environ.

Dès lors, le taux d'endettement direct du bloc communal devrait continuer à croître graduellement et légèrement pour atteindre 90% en fin d'année 2017 contre 86% en fin d'année 2015, alors que la capacité de désendettement atteindrait environ 9 années en 2017 (6 années en 2015). Cet endettement resterait modéré dans un contexte international.

Nous avons intégré dans nos projections la création de la Métropole de Lyon, collectivité territoriale unique créée par la fusion le 1er janvier 2015 de la Communauté urbaine de Lyon (Grand Lyon) et du Département du Rhône sur les 59 communes qui composaient le territoire du Grand Lyon.

Graphique 4



Départements : des besoins de financement globaux modérés mais des tensions financières individuelles

Les départements continuent de constituer l'échelon territorial pour lequel l'effet de ciseau budgétaire est le plus prononcé, du fait de recettes volatiles et de dépenses sociales toujours dynamiques. En 2014, l'Etat avait offert un répit aux finances des départements en leur octroyant de nouvelles recettes par un transfert des frais de gestion de la taxe

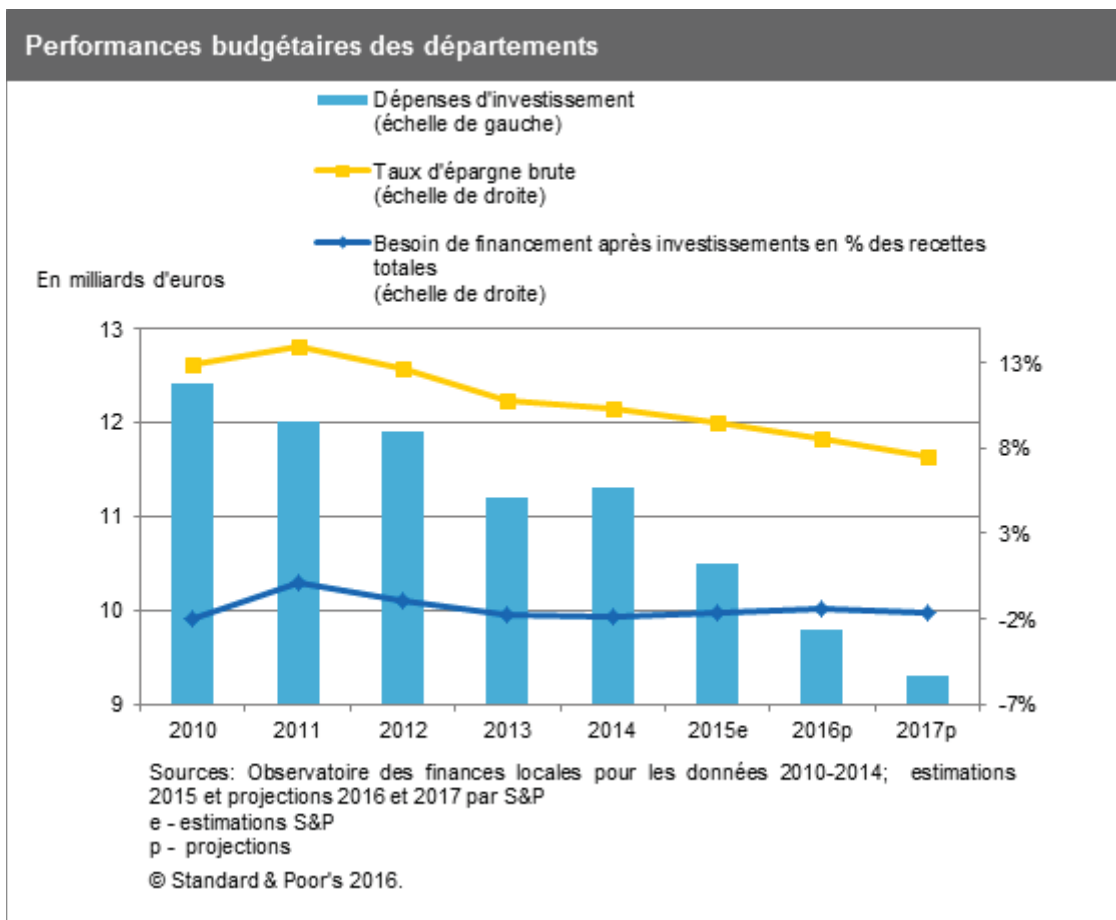
foncière sur les propriétés bâties (841 millions d'euros) et une capacité nouvelle de relever le taux de l'assiette de droit commun des droits de mutation à titre onéreux – utilisée par la quasi-totalité des départements, leur permettant de contenir l'érosion de leur taux d'épargne brute à 10% environ.

Cependant, dès 2015, le bloc départemental a fait face à une contrainte financière forte liée à l'amplification de la réduction des dotations de l'Etat qui a atteint 1,15 milliard d'euros conduisant à une faible croissance des recettes de fonctionnement (moins de 2% à périmètre constant). Par ailleurs, en dépit de dépenses sociales toujours dynamiques, notamment le revenu de solidarité active (RSA - 20% des dépenses de fonctionnement) qui a cru de 8% environ, les départements ont su renforcer la maîtrise des dépenses de fonctionnement avec une hausse estimée à 2% environ à périmètre constant (contre 3% en moyenne annuelle entre 2012 et 2014). Néanmoins, le taux d'épargne brute départemental est passé sous la barre des 10% en 2015 selon nos estimations.

Pour les années à venir, la poursuite de la réduction des dotations de l'Etat de 1,15 milliard d'euros environ par an en 2016 et en 2017, soit environ 1,7% des recettes de fonctionnement du bloc départemental annuellement, devrait peser sur l'évolution des recettes de fonctionnement qui resteraient stables en dépit d'un recours au levier fiscal. Par ailleurs, nous estimons que la croissance des dépenses sociales devrait rester élevée bien qu'en diminution, en particulier le RSA (+5% en 2016 et +4% en 2017). Néanmoins, nous anticipons un contrôle étroit des autres postes de dépenses permettant aux départements de limiter la hausse des dépenses de fonctionnement à moins de 1,5% en moyenne annuelle. Malgré cela, l'épargne brute du bloc départemental devrait être sous pression : elle devrait ainsi baisser à moins de 8% des recettes de fonctionnement en 2017. Nous considérons que cela pourrait se traduire par des impasses budgétaires pour certains départements et que dans le cadre budgétaire actuel le financement des allocations individuelles de solidarité (AIS) n'est pas assuré. Standard & Poor's restera donc attentive aux éventuelles mesures qui pourraient être prises prochainement en matière de financement des AIS, en particulier en ce qui concerne le RSA.

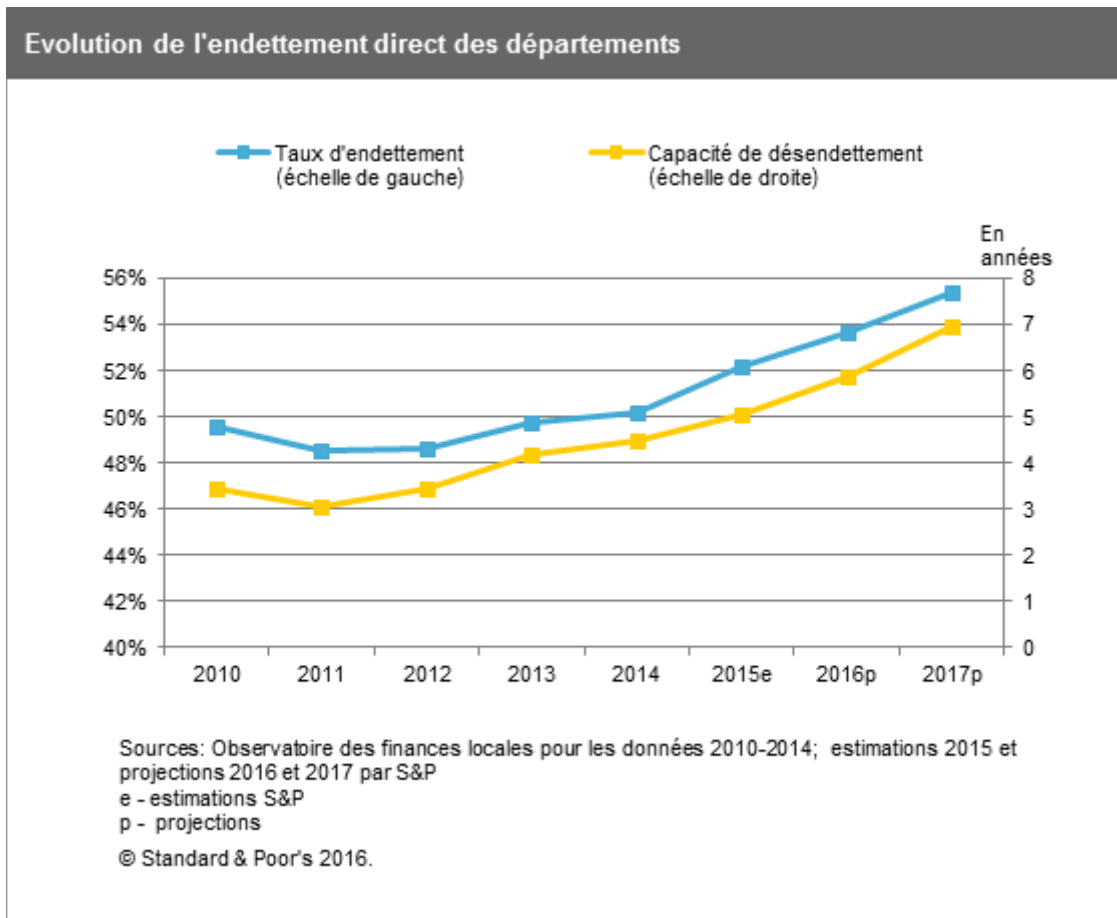
Cependant, du fait d'un ajustement relativement important de l'effort d'investissement en 2016 (-7%) et en 2017 (-5%), les besoins de financement après investissements du bloc départemental devraient rester modérés à 1,6% des recettes totales en moyenne, ce qui est stable par rapport à 2015.

Graphique 5



Ainsi, le recours à l'emprunt des départements devrait s'élever à près de 4 milliards d'euros par an en 2016 et en 2017 – ce qui reste relativement stable par rapport à la période 2011-2015 alors que le remboursement annuel en capital de la dette resterait proche de 3 milliards d'euros. Par conséquent, l'encours de dette directe augmenterait légèrement pour atteindre 55% des recettes de fonctionnement en fin d'année 2017, contre 52% en fin d'année 2015. La capacité de désendettement resterait encore satisfaisante à 7 années environ en 2017 (près de 5,5 années en 2015).

Graphique 6



La loi du 7 août 2015 portant nouvelle organisation territoriale de la République (NOTRe) se traduit par des transferts de compétences limités des départements aux régions, principalement dans les domaines économiques (notamment les aides aux entreprises) et des transports interurbains et scolaires (avec un impact toutefois plus limité pour les départements d'Ile-de-France, le Syndicat des transports d'Ile-de-France - autorité organisatrice des transports franciliens - y étant en charge des transports interurbains). Les budgets des départements pourraient ainsi diminuer d'environ 7% à la fois en recettes et en dépenses. Si les transferts de compétences devraient être financièrement neutres au moment du transfert, nous comprenons qu'ils pourraient s'accompagner d'un transfert aux régions d'une part importante de la CVAE des départements, ce qui pourrait avoir un impact négatif en termes de dynamisme futur des recettes départementales. A ce stade, à défaut d'évaluation précise, nous n'avons pas intégré ces transferts dans nos projections financières. Cependant, Standard & Poor's sera attentive aux modalités de compensation financière de ces transferts et aux éventuels transferts de dette.

Par ailleurs, nous avons intégré dans nos projections la création de la Métropole de Lyon, collectivité territoriale unique créée par la fusion le 1er janvier 2015 de la Communauté urbaine de Lyon (Grand Lyon) et du Département du Rhône sur les 59 communes qui composaient le territoire du Grand Lyon.

Régions : des besoins de financement encore élevés mais maîtrisés

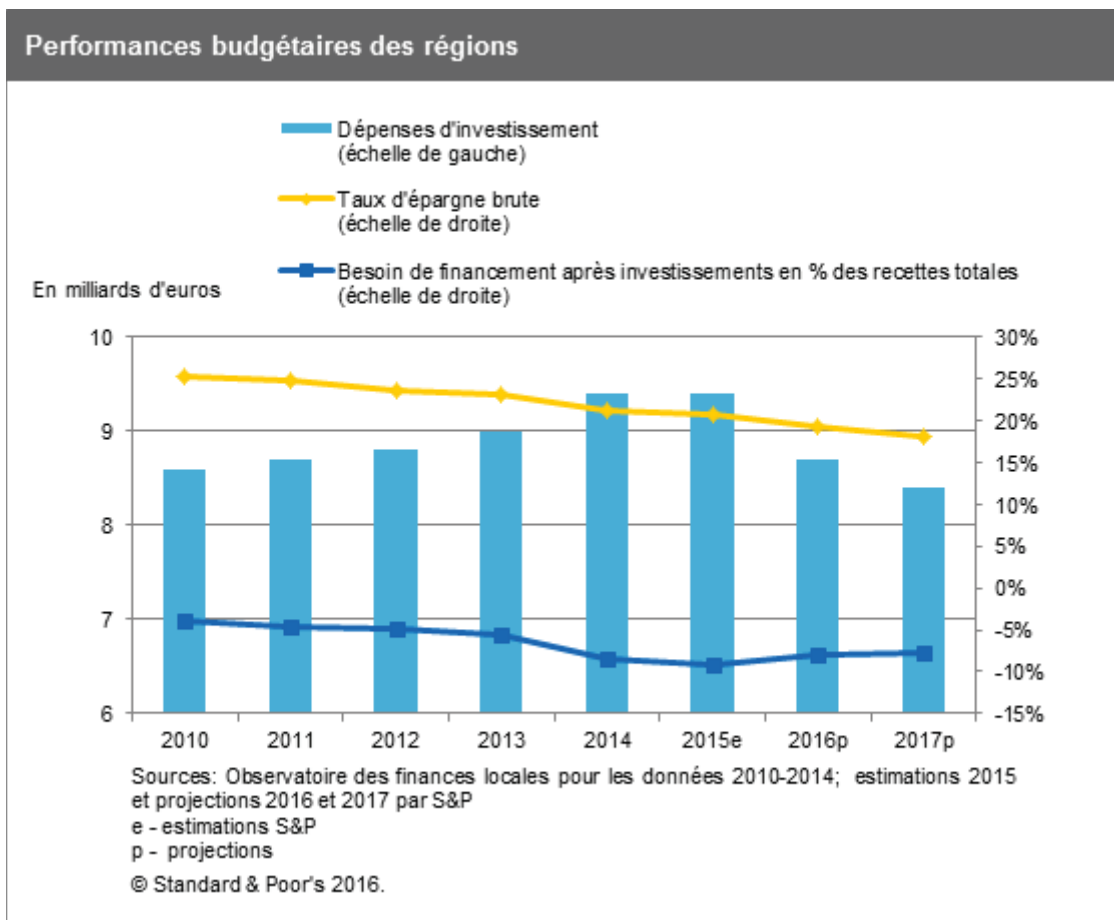
La majorité des recettes des régions sont constituées de transferts de l'Etat et de recettes fiscales très peu dynamiques (taxe sur les certificats d'immatriculation des véhicules, taxe intérieure de consommation sur les produits énergétiques). Après avoir connu une première baisse de leurs recettes de fonctionnement de 1,3% en 2014, les régions ont bénéficié d'une légère hausse de 0,6% en 2015 grâce notamment au dynamisme de la CVAE (estimé à +4,5% par rapport à 2014) ce qui a permis en partie d'atténuer la réduction de 451 millions d'euros des dotations de l'Etat.

Néanmoins, nous estimons que les recettes de fonctionnement régionales devraient à nouveau baisser en 2016 et en 2017. En effet, nous projetons une diminution de 1% en moyenne annuelle des recettes de fonctionnement du bloc régional du fait principalement de la poursuite de la réduction des dotations aux collectivités locales en 2016 et en 2017, dont environ 451 millions d'euros par an à la charge des régions, soit environ 2% de leurs recettes de fonctionnement annuellement.

Dès lors, malgré une maîtrise étroite et continue des dépenses de fonctionnement dont nous estimons la hausse à 1% environ en 2015 et que nous anticipons à moins de 1% en moyenne annuelle en 2016 et 2017 (contre 2,2% par an entre 2011 et 2014), l'épargne brute des régions devrait continuer à se réduire graduellement à environ 18% des recettes de fonctionnement en 2017, contre 21% en 2015. Néanmoins, ce niveau d'épargne brute resterait élevé dans un contexte international.

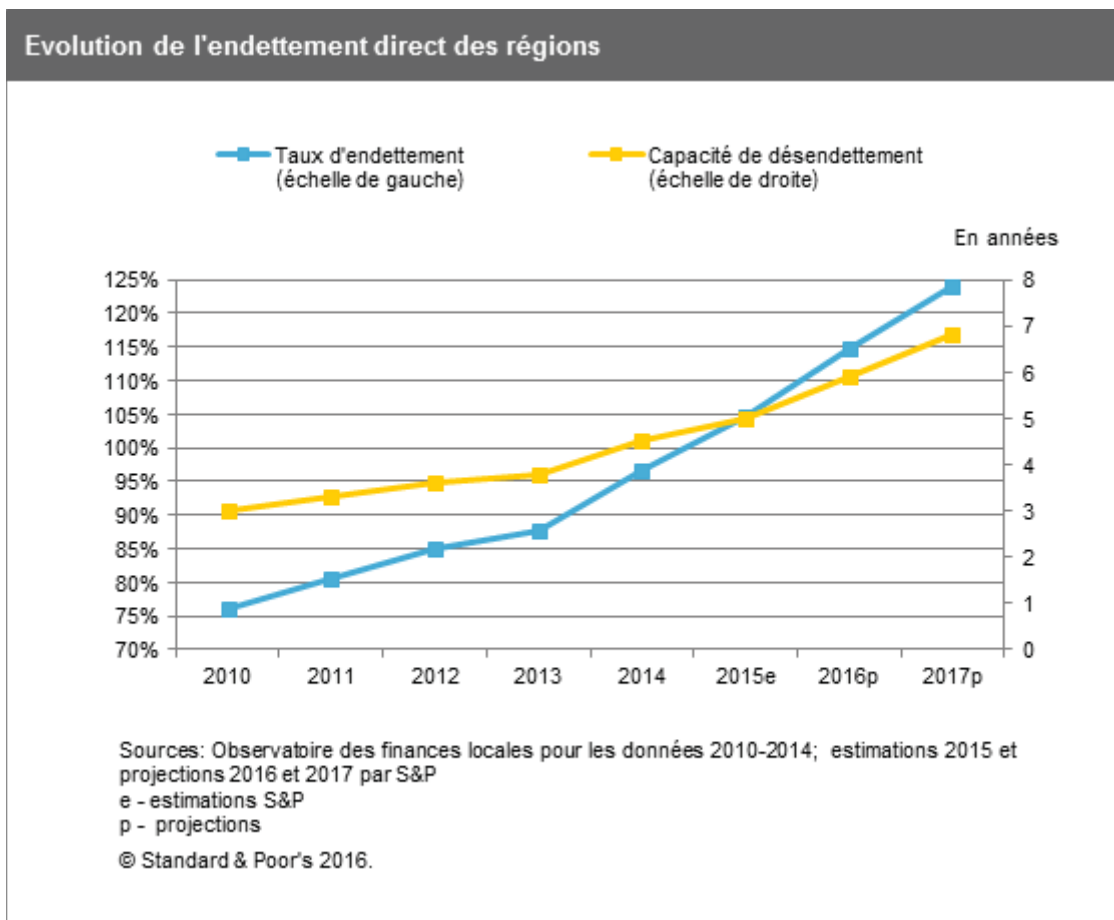
Alors que nous avons anticipé un léger ajustement (de l'ordre de 2%) des dépenses d'investissement en 2015, ces dernières sont restées élevées et stables par rapport à 2014, contrairement aux autres échelons territoriaux. Néanmoins, la baisse devrait être assez prononcée en 2016 (-7% environ) en raison du cycle électoral (suite aux élections régionales de décembre 2015) puis plus modérée en 2017 (-3,5%). Combiné à la maîtrise forte des dépenses de fonctionnement, l'ajustement de l'effort d'investissement permettrait au bloc régional de présenter des besoins de financement après investissements certes toujours élevés à 7,5% des recettes totales en 2016 et 2017, mais en réduction par rapport à 2015 (plus de 9% des recettes totales).

Graphique 7



Malgré cette baisse des besoins de financement, nous anticipons une légère hausse du recours à l'emprunt des régions à environ 4 milliards d'euros par an en 2016 et en 2017 (contre 3,8 milliards d'euros en moyenne en 2014 et 2015) liée principalement à une augmentation du remboursement annuel en capital de la dette à 2,2 milliards d'euros contre moins de 2 milliards d'euros en moyenne annuelle entre 2010 et 2015. Le taux d'endettement direct des régions continuerait à croître rapidement pour atteindre un niveau élevé de 124% des recettes de fonctionnement en fin d'année 2017, contre 105% en 2015, en raison de besoins de financement encore élevés mais aussi de recettes de fonctionnement en baisse. Néanmoins, le bloc régional continuerait à présenter une capacité de désendettement favorable à moins de 7 années en 2017 (5 années en 2015).

Graphique 8

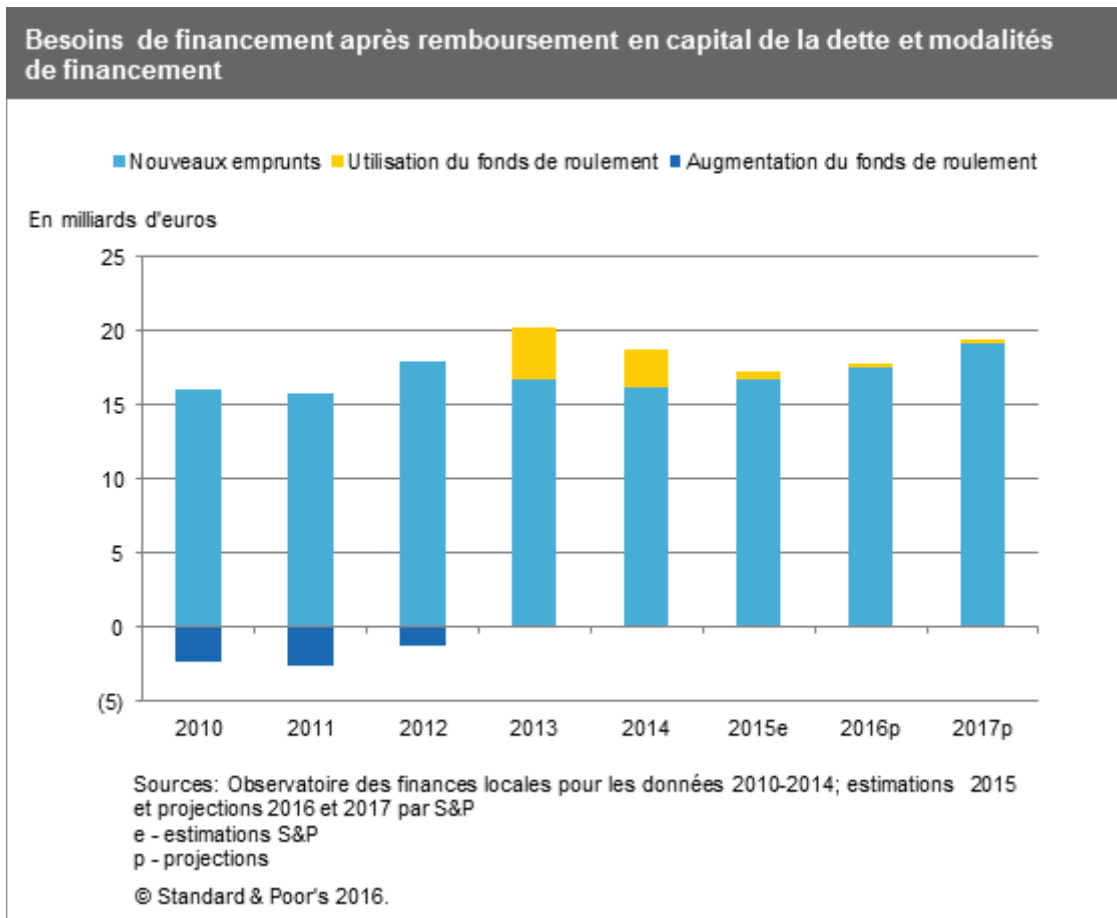


Nous considérons que la réforme territoriale adoptée en 2015 ne devrait pas avoir d'impacts sur les tendances financières du bloc régional jusqu'en 2017. D'une part, les économies d'échelle éventuelles liées à la refonte de la carte des régions au 1er janvier 2016 (passant de 22 à 13 régions en métropole) ne peuvent se réaliser selon nous qu'à long terme. D'autre part, les transferts de compétences des départements aux régions prévus pour 2017 seront limités aux domaines économiques et aux transports interurbains et scolaires. Nous relevons cependant que le transfert potentiel à partir de 2017 d'une partie de la CVAE actuellement perçue par les départements pourrait renforcer le dynamisme des recettes régionales, sans toutefois se traduire par une flexibilité budgétaire supplémentaire, le taux de CVAE restant fixé par l'Etat.

Un accès global à la liquidité toujours important et des conditions de financement restant favorables

Au cours des deux prochaines années, le recours à l'emprunt des collectivités locales françaises devrait augmenter mais rester maîtrisé à 17,5 milliards d'euros en 2016 et 19 milliards d'euros environ en 2017. Contrairement aux années 2013 et 2014, nous n'anticipons pas d'utilisation importante du fonds de roulement en 2016 et en 2017.

Graphique 9



Comme nous l'anticipions l'année dernière, les modes de financement des collectivités locales françaises en 2015 ont été marqués par :

- La présence forte des financements publics. Nous estimons que la Banque européenne d'investissement (BEI) et la Caisse des dépôts et consignations (CDC) ont représenté environ 30% du financement long terme des collectivités locales françaises en 2015 et La Banque Postale environ 20%, un niveau identique à 2014. Enfin, nous estimons que la part de marché de l'Agence France Locale a atteint 3%.
- Le recours continu au marché obligataire (placements publics et privés), bien qu'en léger retrait, qui reste un mode de financement structurel des collectivités représentant 12% des sources de financement en 2015. Par ailleurs, le recours au marché des billets de trésorerie a été très important en 2015 et certaines collectivités ont bénéficié d'émissions à taux négatifs.

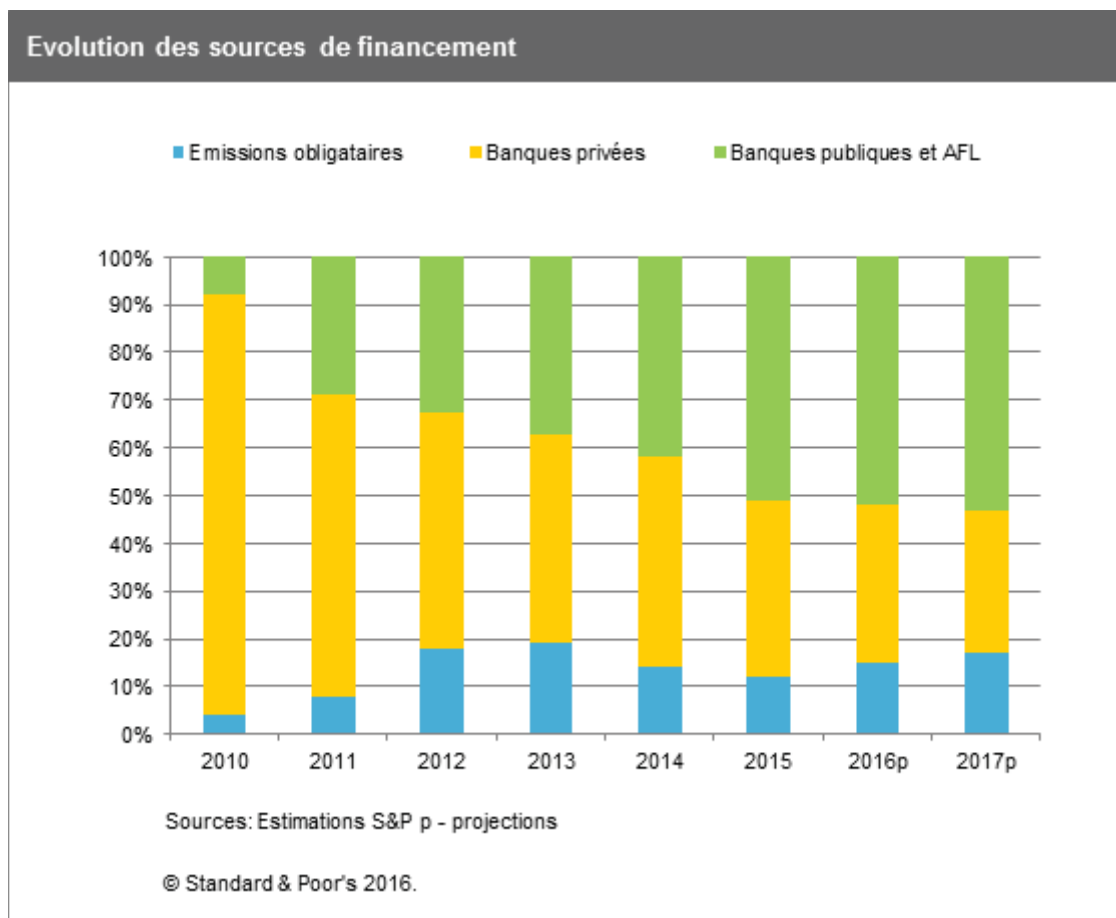
Au cours des deux prochaines années, ces deux caractéristiques devraient rester des marqueurs du financement des collectivités locales françaises voire se renforcer :

- Nous estimons que l'accès au marché obligataire sur une base individuelle sera important en 2016 et devrait représenter au moins 15% des sources de financement, soutenu notamment par l'inclusion des titres obligataires des collectivités locales dans le programme d'achat d'actifs décidée par la Banque centrale européenne en décembre 2015. De plus, nous estimons que la croissance des volumes budgétaires des régions suite aux fusions au 1er janvier

2016 pourrait accroître le montant et la fréquence des émissions de cette strate sur les marchés financiers.

- Le recours aux financements des banques publiques (BEI, CDC, LBP) pour plus de la moitié des besoins de financement. Par ailleurs, nous anticipons une montée en puissance graduelle de l'AFL dont la part de marché devrait s'accroître, 2016 étant sa première année d'activité en année pleine.

Graphique 10



Grâce à cet accès important et diversifié à la liquidité en moyenne, nous anticipons que le coût moyen du recours à l'emprunt devrait rester faible en 2016, en matière de financement à long terme mais aussi à court terme. En matière de financement à court terme, cela devrait être particulièrement le cas pour les collectivités locales ayant recours au marché des billets de trésorerie, dont certaines pourraient continuer à émettre à des taux négatifs.

Cependant, nous notons que cet accès important à la liquidité à des conditions attractives ne bénéficie pas toujours à l'ensemble des collectivités locales françaises, notamment aux petites et moyennes collectivités et/ou à celles dont les qualités de crédit sont faibles. En effet, si les collectivités locales actuellement notées par Standard & Poor's le sont dans des catégories de notes élevées (de 'A' à 'AA'), ces collectivités ne sont que 25 (hors syndicats mixtes de transport et la Polynésie française) sur un total d'environ 39 000. Néanmoins, ces 25 collectivités représentent actuellement plus de 18% de la dette directe totale des collectivités locales françaises.

Rapports associés

- Nouvelles régions françaises: un profil de crédit toujours favorable dans un contexte européen, 22 septembre 2015
- Pourquoi l'agence Standard & Poor's a abaissé les notes de 8 Départements français ?, 5 décembre 2014
- Public Finance System Overview: French Regions, 8 janvier 2016
- Public Finance System Overview: French Departments, 8 janvier 2016
- Public Finance System Overview: French Cities And Intercity Structures, 8 janvier 2016

Conformément aux règles en vigueur au sein de Standard & Poor's, seul un comité de notation peut prendre une décision de notation (y compris un changement, une affirmation ou un retrait de la note, un changement de la perspective associée à la note ou une mise sur surveillance de la note). Cet article et son sujet n'ont pas fait l'objet d'un comité de notation et ne doivent donc pas être interprétés comme un changement ou comme une affirmation d'une note ou d'une perspective associée à cette note.

Aucun contenu (y compris les notations, l'analyse de crédit qui s'y rapporte ainsi que les données, modèles, logiciels et autres applications ou résultats qui en découlent) ou partie de contenu (le Contenu) ne peut être modifié, désassemblé, reproduit ou distribué sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit, ou stocké dans une base de données ou un système d'extraction, sans autorisation écrite préalable de Standard & Poor's Financial Services LLC ou des entités qui lui sont affiliées (collectivement dénommées S&P). Toute utilisation du Contenu à des fins non autorisées ou illégales est proscrite. Ni S&P, ni ses fournisseurs, ni encore leurs dirigeants sociaux, préposés, actionnaires ou mandataires (collectivement les Parties S&P) n'accordent aucune garantie quant à l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualité ou la disponibilité du Contenu. Les Parties S&P ne sont pas responsables d'éventuelles erreurs ou omissions, quelle qu'en soit la cause, des résultats découlant de l'utilisation du Contenu ou de la sécurité ou la maintenance des données incluses par l'utilisateur. Le Contenu est fourni en l'état. LES PARTIES S&P N'ACCORDENT AUCUNE GARANTIE D'AUCUNE SORTE, EXPRESSE OU IMPLICITE, NOTAMMENT MAIS NON EXCLUSIVEMENT TOUTE GARANTIE CONCERNANT LA COMMERCIALISABILITÉ, L'ADÉQUATION À UNE FIN OU À UN USAGE DONNÉ, L'ABSENCE D'ERREUR OU DE DÉFAUT INFORMATIQUE, LE FONCTIONNEMENT ININTERROMPU DU CONTENU OU SA COMPATIBILITÉ AVEC TOUT LOGICIEL OU MATÉRIEL INFORMATIQUE. Les Parties S&P ne pourront en aucun cas être tenues responsables de quelque dommages, coûts, dépenses, frais juridiques ou pertes directs, indirects, accessoires, exemplaires, forfaitaires, punitifs, particuliers ou consécutifs que ce soit (notamment, mais non exclusivement, toute perte de revenu ou de gain et tout coût d'opportunité) liés à l'utilisation du Contenu, et ceci même si elles ont été informées de l'éventualité de tels dommages.

Les analyses relatives au crédit et à d'autres aspects, y compris les notations, ainsi que les déclarations incluses dans le Contenu, sont l'expression d'une opinion à la date à laquelle elles sont formulées et ne doivent en aucun cas être considérées comme une information factuelle. Les opinions, analyses et décisions de reconnaissance de notes (décrites ci-après) de S&P ne sont pas des recommandations d'acheter, conserver ou vendre de quelconques titres ou de prendre une quelconque décision d'investissement, et ne portent pas sur le caractère approprié d'une quelconque valeur mobilière. S&P n'a aucune obligation de mettre à jour le Contenu après publication sous quelque forme que ce soit. Le Contenu ne doit pas être le fondement d'une décision d'investissement ou commerciale et n'est pas destiné à remplacer les compétences, le jugement et l'expérience de l'utilisateur, ses dirigeants, préposés, conseillers et/ou clients à cet égard. S&P n'intervient pas en qualité de fiduciaire ou de conseiller en investissement, sauf sur les territoires où il est immatriculé comme tel. S&P utilise des informations en provenance de sources qu'il estime fiables mais ne conduit toutefois aucun audit, ne procède à aucune vérification indépendante à l'égard de ces informations et ne contracte aucune obligation à ce titre.

Dans le cas où des autorités réglementaires autorisent une agence de notation à reconnaître dans un pays une note émise dans un autre pays à certaines fins réglementaires, S&P se réserve le droit d'attribuer, retirer ou suspendre une telle reconnaissance à tout moment et à son entière discrétion. Les Parties S&P déclinent toute obligation découlant de l'attribution, du retrait ou de la suspension d'une telle reconnaissance et toute responsabilité en cas de préjudice prétendument subi en conséquence.

Certaines activités de S&P sont conduites au sein d'unités séparées afin de préserver l'indépendance et l'objectivité de leurs activités respectives. De ce fait, certaines unités de S&P peuvent disposer d'informations qui ne sont pas accessibles à d'autres. S&P a mis en place des politiques et des procédures visant à préserver la confidentialité de certaines informations non publiques obtenues au cours de chaque processus analytique.

S&P peut être rémunéré pour ses notations et certaines analyses relatives au crédit. Cette rémunération est en principe payée par l'émetteur des titres, par les établissements souscripteurs ou par les débiteurs. S&P se réserve le droit de publier ses opinions et analyses. Les notes et analyses publiques de S&P sont disponibles sur son site Web www.standardandpoors.com (gratuitement), ainsi que sur www.ratingsdirect.com et www.globalcreditportal.com (sur abonnement), et peuvent être diffusées par d'autres moyens, y compris par des publications S&P et par l'intermédiaire de redistributeurs tiers. Des informations complémentaires concernant les tarifs de nos notations peuvent être consultées sur www.standardandpoors.com/usratingsfees.

Copyright © 2016 par Standard & Poor's Financial Services LLC. Tous droits réservés.

STANDARD & POOR'S, S&P, GLOBAL CREDIT PORTAL et RATINGSDIRECT sont des marques déposées de Standard & Poor's Financial Services LLC.