

FitchRatings

Régions françaises

Revue de portefeuille 2024

Régions françaises

Revue de portefeuille 2024

« L'endettement des régions françaises a augmenté ces dernières années et nous nous attendons à ce que cette tendance se poursuive en raison de programmes d'investissement qui demeurent soutenus malgré la hausse du coût de financement. Le maintien d'une épargne de gestion élevée sera ainsi primordial pour garder des ratios financiers solides dans les prochaines années »

Antoine Magne, Analyste Senior, Fitch Ratings

Résumé des notes

Régions	PCI	Note à LT	Note à CT	Perspective
Bretagne	aa+	AA-	F1+	Stable
Centre-Val de Loire	aa	AA-	F1+	Stable
Ile-de-France	aa+	AA-	F1+	Stable
Nouvelle-Aquitaine	aa-	AA-	F1+	Stable
Occitanie	aa	AA-	F1+	Stable

Les dernières revues de notation étaient entre mars et juin 2024

LT : long terme. CT : court terme. PCI : profil de crédit intrinsèque.

Source : Fitch Ratings.

Recherches associées

[L'impact de l'inflation sur les collectivités en France, Allemagne, Italie et Espagne \(novembre 2023\)](#)

[La hausse des salaires et des taux auront un effet négatif sur les ratios d'endettement des CT françaises \(juillet 2022\)](#)

[CT françaises : une exposition inégale au cycle économique \(mars 2022\)](#)

[Evaluer la soutenabilité de la dette des collectivités territoriales \(avril 2021\)](#)

Méthodologie de notation

[International Local and Regional Governments Rating Criteria \(August 2024\)](#)

Analystes



Antoine Magne
+33 1 44 29 92 82
antoine.magne@fitchratings.com



Pierre Charpentier
+33 1 44 29 91 45
pierre.charpentier@fitchratings.com

Cinq régions notées 'AA-'

Fitch note cinq régions métropolitaines françaises à 'AA-', reflétant la combinaison d'un profil de risque « moyen-fort » et de ratios de profil financier évalués en catégorie 'aa'. Les profils de crédit intrinsèques (PCI) varient actuellement entre 'aa-' et 'aa+', et s'expliquent par des différences de ratios d'endettement.

Des profils de risque 'moyens-forts'

Les profils de risque des régions françaises notées sont évalués à « moyen-fort ». Ils reflètent la faible probabilité, selon Fitch, que la capacité des régions françaises à couvrir leur service de la dette avec leur épargne de gestion s'affaiblisse de manière inattendue dans notre scénario de notation (2024-2028), en raison de recettes inférieures aux anticipations, ou en raison d'une augmentation imprévue des dépenses ou du service de la dette.

Des profils financiers en catégorie 'aa'

Le profil financier est évalué en catégorie 'aa' pour les cinq régions notées par Fitch, reflétant : une capacité de désendettement attendue entre 5x et 9x dans notre scénario de notation ; et une couverture du service de la dette restant supérieure à 1,5x.

L'épargne de gestion devrait rester soutenue pour les régions françaises grâce à une croissance des recettes qui devrait demeurer solide ces prochaines années. Néanmoins, les dépenses de gestion continueront de croître à un rythme soutenu, ce qui va compresser le taux d'épargne de gestion des régions à environ 20% en moyenne d'ici 2028 (21,2% en moyenne pour les régions notées en 2023). Enfin, l'évolution des recettes liées aux certificats d'immatriculation devraient continuer de se tasser sans utilisation du levier fiscal.

Nous nous attendons à ce que la dette des régions continue d'augmenter dans les prochaines années, tirée par des plans d'investissement qui demeurent soutenus, malgré un contexte économique plus difficile. La hausse du coût de financement risque d'accentuer cette hausse de la dette. L'exception parmi nos régions notées est la Bretagne, dont l'autofinancement élevé permet de limiter le recours à la dette.

Un plafond lié à la note souveraine

Les collectivités territoriales (CT) françaises ne peuvent être notées au-dessus de l'Etat français (AA-/Stable) car elles sont soumises à des interférences de l'Etat qui peut modifier unilatéralement leur financement ou compétences. Le plafond souverain a actuellement un impact sur toutes les régions notées par Fitch, à l'exception de la Nouvelle-Aquitaine, dont le PCI est au même niveau que la note de l'Etat.

Profils socio-économiques et démographiques

Les profils socio-économiques des régions Bretagne, Centre-Val de Loire, Nouvelle-Aquitaine et Occitanie présentent des différences en termes de croissance démographique ou de taux de pauvreté. La Bretagne se caractérise notamment par un faible taux de pauvreté et un taux de chômage inférieur à la moyenne nationale. L'Occitanie et la Nouvelle Aquitaine bénéficient d'une croissance de leur population grâce à un solde migratoire positif. Dans le cas du Centre-Val de Loire, sa population a stagné du fait d'un solde

migratoire moins élevé. Cependant, les profils socio-économiques de ces régions demeurent relativement similaires dans une perspective internationale.

L'Île-de-France a un profil socio-économique particulier, en tant que centre politique et économique du pays. Avec une population de 12,3 millions d'habitants, cette région représente 19% de la population nationale et 31% du PIB français. En conséquence, le revenu médian disponible par ménage y était supérieur de 9% à la moyenne nationale.

Données socio-économiques et démographiques des régions françaises notées par Fitch

Régions	Population 2020 (Mio)	Croissance annuelle de la population 2014-2020 (%)	Revenu médian disponible par ménage 2021 (EUR)	Taux de chômage T4 2023 (%)	Taux de pauvreté 2021 (%)
Bretagne	3,4	0,5	23 240	6,1	11,1
Centre-Val de Loire	2,6	0,0	22 780	7,0	13,5
Île-de-France	12,3	0,3	25 210	7,1	16,1
Nouvelle-Aquitaine	6,0	0,4	22 710	6,6	13,8
Occitanie	6,0	0,7	22 010	8,9	17,5
France métrop.	65,3	0,3	23 080	7,3	14,9

Source : Fitch Ratings, INSEE

Une influence faible sur les recettes

Le profil socio-économique et la démographie ont un faible impact sur l'évolution des recettes des régions depuis 2021 en raison du remplacement de la cotisation sur la valeur ajoutée des entreprises (CVAE) par une nouvelle fraction de TVA. Les recettes de CVAE étaient liées aux entreprises du territoire régional, alors que les recettes de TVA dépendent de la consommation au niveau national.

Désormais, environ 80% des recettes régionales évolueront à un rythme identique, comprenant notamment les recettes de TVA, les recettes de TICPE garanties par l'Etat et les dotations versées par celui-ci. La principale différence dans l'évolution de recettes proviendra de celles qui sont liées à l'exécution de dépenses (fonds de formation professionnelle, subventions d'investissement, fonds européens) et qui sont neutres financièrement en prospective.

La répartition des recettes de gestion est désormais bien plus homogène entre les différentes régions, la TVA représentant une part importante de ces dernières (environ 50% des recettes de gestion en moyenne en 2023), tandis que les transferts sont relativement stables (environ 30%). Les principales différences proviennent de la part des recettes d'investissement qui sont notamment liées au montant de dépenses d'investissement.

Les certificats d'immatriculation évoluent également à des rythmes différents, même s'ils sont généralement liés à des tendances nationales. Presque toutes les régions ont utilisé leur levier fiscal ces dernières années pour augmenter les tarifs ou enlever l'exemption sur les véhicules hybrides. Nous nous attendons à ce que l'évolution de cette recette soit comparativement plus défavorable en Île-de-France en raison du fort développement attendu des transports collectifs (travaux du Grand Paris) qui devrait limiter les acquisitions de véhicules.

Une influence plus importante sur les dépenses

A l'inverse, le profil économique et démographique garde une influence sur l'évolution des dépenses des régions françaises.

Une hausse de la population conduit à une augmentation des principales dépenses (transport, formation professionnelle, éducation), alors qu'elle ne permet pas d'accroître sensiblement plus ses recettes.

La structure de la population a également un effet sur les dépenses, les régions étant responsables de la maintenance et de la construction des lycées. Une population plus jeune accroît ainsi la pression sur les dépenses, à la fois de fonctionnement (dotation aux lycées) et d'investissements (travaux de rénovation et constructions de nouveaux lycées).

La région Île-de-France se caractérise notamment par une part plus élevée de la population ayant moins de 20 ans (26% de sa population contre 23% en moyenne en France), ce qui explique des besoins d'investissement importants dans les lycées. La part des moins de 20 ans est plus homogène parmi les régions notées.

Enfin, les indicateurs relatifs au marché de l'emploi influent sur les besoins de formation professionnelle des régions. Un taux de chômage supérieur signifie en principe des besoins de formation professionnelle plus élevés. Toutefois, l'impact financier pour les régions est en grande partie atténué par les plans de formation professionnelle mis en place et financés par l'Etat.

Ces différences de profil démographique et socio-économique sont reflétées dans les objectifs financiers des différentes régions. Elles sont prises en compte dans nos hypothèses d'évolution de leurs dépenses, et donc de leur dette, dans nos scénarios de notation.

Vue générale du portefeuille

Des collectivités territoriales de « Type B »

Les CT françaises, y compris les régions, sont classées par Fitch comme des collectivités de « Type B » car elles sont tenues de couvrir chaque année le service de leur dette à partir de leurs ressources propres.

Les CT françaises sont également soumises aux règles édictées et imposées par l'Etat. A titre d'illustration, le préfet peut, selon une procédure définie, rendre exécutoire un budget rectifié, après proposition de la chambre régionale des comptes (CRC), si le budget n'a pas été voté en équilibre réel (article L1612-5 ; Code Général des Collectivités Territoriales), lorsque l'arrêté des comptes de la

CT a fait apparaître un déficit¹ (article L1612-14), ou pour faire inscrire une dépense obligatoire (article L1612-15).

Par conséquent, le ratio principal pour évaluer le profil financier des régions françaises, et de l'ensemble des CT françaises, est la capacité de désendettement.

Résumé de la notation des régions notées par Fitch

Pour attribuer une note finale à une région française, Fitch évalue d'abord son profil de crédit intrinsèque (PCI). Celui-ci résulte de la combinaison entre un profil de risque et notre évaluation du profil financier.

Le PCI des régions françaises varie actuellement entre 'aa-' et 'aa+', ce qui résulte de la combinaison d'un profil de risque « moyen-fort » et des ratios de profils financiers évalués en catégorie 'aa'.

L'autre facteur de notation ayant une influence sur les notes des régions françaises est le plafond lié à la note souveraine. Celui-ci a actuellement un effet sur les notes de quatre régions notées par Fitch. Il est neutre pour la région Nouvelle-Aquitaine, dont le PCI est au même niveau que la note souveraine.

Les différences de PCI entre régions reflètent des différences de capacité de désendettement et de ratios de couverture du service de la dette dans notre scénario de notation. Nous nous attendons à ce que la capacité de désendettement soit proche de 5x-6x pour la Bretagne et l'Île-de-France dans notre scénario de notation, proche de 7x-8x pour les régions Centre-Val de Loire et Occitanie, et de 9x pour la région Nouvelle-Aquitaine.

Régions françaises – Résumé de la notation

Régions	Profil de risque	Profil financier	PCI	Autres facteurs	Note à LT	Persp.
Bretagne	Moyen-fort	aa	aa+	Plafond souv.	AA-	Stable
Centre-Val de Loire	Moyen-fort	aa	aa	Plafond souv.	AA-	Stable
Île-de-France	Moyen-fort	aa	aa+	Plafond souv.	AA-	Stable
Nouvelle-Aquitaine	Moyen-fort	aa	aa-	-	AA-	Stable
Occitanie	Moyen-fort	aa	aa	Plafond souv.	AA-	Stable

PCI : profil de crédit intrinsèque. LT : long terme. Persp.: perspective.

Source : Fitch Ratings

Principaux ajustements financiers

Fitch réalise des ajustements sur les données financières des régions afin de les rendre comparables entre elles et compatibles avec les standards de Fitch.

Fitch considère ainsi les cessions d'actifs et la part de taxe intérieure de consommation sur les produits énergétiques (TICPE) dite « Grenelle », dédiée au financement de projets environnementaux comme des recettes d'investissement. Certaines des régions notées par Fitch comptabilisent cette part de TICPE comme une recette de fonctionnement (Bretagne, Centre-

Val de Loire, Nouvelle-Aquitaine), alors que d'autres (Île-de-France, Occitanie) la considèrent comme une recette d'investissement.

Pour l'ensemble des régions françaises, Fitch déduit certains éléments budgétaires des recettes et des dépenses de fonctionnement pour ne pas augmenter artificiellement la taille de leurs budgets. Il s'agit :

- des recettes liées au fonds européen agricole pour le développement rural (Feader) dans la section de fonctionnement : la recette de ce fond est compensée chaque année par une dépense d'un montant équivalent et les régions n'ont aucune marge de manœuvre sur cette recette ;
- de l'attribution de compensation aux départements à la suite du transfert d'une partie des recettes de CVAE des départements aux régions. Celle-ci est déduite de la part de TVA perçue.

Dans le cas de l'Île-de-France, Fitch considère également les recettes de TVA que la région perçoit et qu'elle transfère aux autres régions comme de moindres recettes et non comme des recettes et dépenses supplémentaires. Il s'agit principalement du fonds de solidarité régional.

Part des recettes de TVA, avant et après ajustements Fitch, 2023

Région	Recettes de TVA brutes/Recettes de gestion (%)	Recettes de TVA nettes/Recettes de gestion (%)
Bretagne	54	51
Centre-Val de Loire	55	52
Île-de-France	79	45
Nouvelle-Aquitaine	57	54
Occitanie	53	50

Source : Fitch Ratings

La dette nette ajustée des régions françaises, comme c'est le cas pour l'ensemble des CT françaises, correspond à la différence entre la dette ajustée de Fitch et les disponibilités en fin d'année et considérées comme « non restreintes » et disponibles pour le service de la dette par Fitch.

La dette ajustée comprend la dette financière à court terme et à long terme, ainsi que les « autres engagements retraités par Fitch », généralement constitués de crédits-baux.

Pour la Nouvelle-Aquitaine et l'Occitanie, nous incluons également l'encours prévisionnel de la dette de la nouvelle Société Publique Interrégionale pour les investissements (SPIIT), dont l'annuité sera couverte indirectement via des subventions versées par les deux régions. La Nouvelle-Aquitaine et l'Occitanie détiennent la SPIIT à parts égales. Il n'y a pas de solidarité financière entre les régions, chacune étant responsable de sa part de dette.

Ce changement a un faible impact sur les ratios des deux régions notées par Fitch. Précédemment, le financement des rames se faisait directement via des subventions d'investissement versées

par les Régions à la SNCF. Les trains régionaux sont désormais financés par la SPIIT (intégration des acquisitions déjà lancées moyennant le versement de droits d'entrée aux deux Régions), ce qui conduira à une dette directe plus faible pour les régions, mais cet effet sera compensé par la consolidation de la part de la dette de la SPIIT incombant à chaque région que nous incluons dans les « autres engagements retraités par Fitch » pour un montant similaire

Rôle de la SPIIT

A la suite des nouvelles lois européennes sur le ferroviaire, les lignes de transport express régional (TER) seront désormais ouvertes à la concurrence. Historiquement, la SNCF bénéficiait d'un monopole. Elle détenait les trains et assurait l'exploitation de ces lignes en échange d'une compensation financière versée par la région. Dès lors qu'il est désormais possible de faire gérer ces lignes par un opérateur autre que la SNCF, les régions doivent reprendre en propre la propriété des rames.

Les régions Nouvelle-Aquitaine et Occitanie ont créé d'un commun accord, en 2023, une société distincte qui détient les rames et est chargée d'émettre et de repayer la dette liée à leur acquisition et à leur entretien. Cette entité, nommée SPIIT, devrait également permettre des économies d'échelles en combinant les ressources, les expertises et les besoins des deux régions. La région Grand-Est a également créé une société similaire.

Les « disponibilités non restreintes » correspondent à la trésorerie disponible en fin d'année, sauf si le montant des dettes non financières à court terme dépasse le montant des créances. Dans ce cas, Fitch considère qu'une partie des disponibilités (correspondant à l'écart entre les créances et les dettes non financières à court terme) est « restreinte » et non disponible pour le service de la dette.

Profil de risque : « moyen-fort »

Le profil de risque est évalué à « moyen-fort » (*High Midrange*) pour les cinq régions françaises notées par Fitch.

L'évaluation des facteurs de notation est actuellement harmonisée pour les régions françaises en raison de grandes similitudes en termes de structure de recettes, de dépenses ou de la dette.

Régions françaises – Profils de risque

Régions	Recettes		Dépenses		Dette et liquidité		Profil de risque
	Robuste	Flexibilité	Soutenable	Flexibilité	Robuste	Flexibilité	
Bretagne	Fort	Moyen	Fort	Moyen	Fort	Fort	Moyen-fort
Centre-Val de Loire	Fort	Moyen	Fort	Moyen	Fort	Fort	Moyen-fort
Ile-de-France	Fort	Moyen	Fort	Moyen	Fort	Fort	Moyen-fort
Occitanie	Fort	Moyen	Fort	Moyen	Fort	Fort	Moyen-fort
Nouvelle-Aquitaine	Fort	Moyen	Fort	Moyen	Fort	Fort	Moyen-fort

Source : Fitch Ratings

Robustesse des recettes : facteur évalué à « fort »

Fitch évalue le facteur de notation relatif à la robustesse des recettes comme « fort » pour les cinq régions françaises notées.

En 2023, les recettes de TVA, collectées au niveau national, représentaient, en moyenne, la moitié des recettes de gestion des régions notées. Fitch estime que cette part continuera d'augmenter progressivement à l'avenir, car la TVA est une recette dynamique. Nous nous attendons à ce que les recettes de TVA augmentent à un rythme proche de la croissance nominale du PIB au niveau national dans les prochaines années, soit un niveau supérieur à celui des autres recettes.

En outre, plus de 30% des recettes des régions notées sont constituées de ressources transférées stables, avec un faible risque de contrepartie. Il s'agit des transferts de l'Etat français, ainsi que des recettes de TICPE, qui sont en grande partie garanties par l'Etat. Les ressources transférées comprennent également les fonds de l'Union européenne (UE ; AAA/Stable). Ceux-ci couvrent toutefois des dépenses spécifiques et sont neutres financièrement pour les régions.

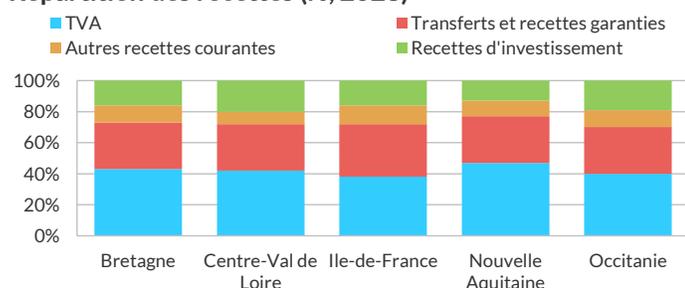
Les certificats d'immatriculation constituent la recette la moins robuste, car ils sont liés à un marché spécifique (vente de véhicules). Cette recette demeure inférieure à son niveau d'avant la pandémie de Covid-19 pour la plupart des régions à cause d'un effet ciseaux : la demande de voitures thermiques diminue au profit de voitures électriques (exonérées), tandis que l'offre a également été affectée (difficultés de livraison de voitures neuves pendant et après la pandémie). En conséquence, la plupart des régions ont levé

l'exemption de frais d'immatriculation sur les véhicules hybrides pour générer davantage de recettes.

L'accroissement attendu de la part de véhicules électriques dans les prochaines années et la volonté de l'UE d'interdire les ventes neuves de véhicules à moteurs thermiques en 2035 auront un effet négatif sur les recettes régionales.

Régions de France a ouvert la discussion avec le gouvernement pour potentiellement réformer la fiscalité automobile et/ou revenir sur l'exonération du parc électrique.

Répartition des recettes (% , 2023)



Source : Fitch Ratings, régions notées

Flexibilité des recettes : facteur évalué à « moyen »

Fitch évalue le facteur de notation relatif à la flexibilité des recettes comme « moyen » pour les cinq régions françaises notées.

La flexibilité fiscale des régions métropolitaines est limitée aux certificats d'immatriculation. Leur tarif varie actuellement entre 36,2 euros dans la région Hauts-de-France et 55 euros dans les régions de Bretagne et Centre-Val de Loire. La législation prévoit un plafonnement à 60 euros. La Nouvelle-Aquitaine a le plus de flexibilité parmi les régions notées par Fitch, avec un tarif à 45 euros. En conséquence, la région vient de voter une augmentation de son tarif à 53 euros qui prendra effet à compter de 2025. La région Occitanie a également augmenté son tarif à 54,5 euros à compter du 1^{er} octobre 2024. Les scénarios de ce rapport ne tiennent pas encore compte de ces changements, car ils reposent sur la dernière revue de notation.

Couverture d'une baisse de recettes que l'on peut raisonnablement attendre en cas de ralentissement économique

Région	Tarif, certificats d'immatriculation (2024, EUR)	Recettes additionnelles / Recettes totales (%)	Diminution potentielle raisonnable des recettes (%)	Diminution des recettes/ recettes additionnelles, intervalle (%)
Bretagne	55,00	0,7	1,3	50-100
Centre-Val de Loire	55,00	1,2	1,7	50-100
Ile-de-France	54,95	0,7	1,3	50-100
Nouvelle-Aquitaine*	45,00	2,6	1,7	150-200
Occitanie*	47,00	1,7	1,8	50-100

Source : Fitch Ratings, régions notées

*Ne tiens pas compte des récentes hausses du tarif des certificats d'immatriculation

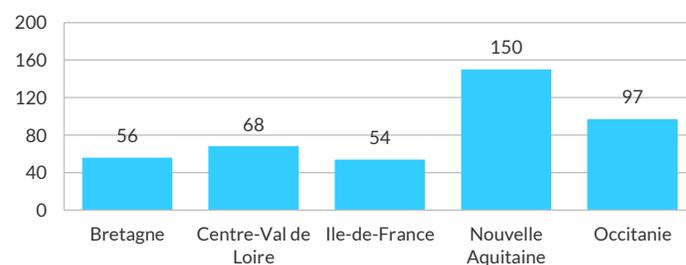
Toutes les régions de France métropolitaine ont supprimé l'exonération dont bénéficiaient les véhicules hybrides, à l'exception de la région des Hauts-de-France qui maintient une exemption de 50%. Les véhicules électriques demeurent entièrement exonérés, mais cette décision est prise au niveau national par l'Etat.

Ces dernières années, les régions ont dans l'ensemble augmenté leurs tarifs pour générer davantage de recettes dans un contexte de chute du nombre d'immatriculations à la suite de la pandémie et pour faire face à l'augmentation des dépenses dans un environnement inflationniste. Cela limite le levier fiscal qu'il leur reste, car les tarifs s'approchent désormais du plafond légal de 60 euros. Si les cinq régions notées par Fitch avaient relevé leur tarif au plafond, leurs recettes auraient augmenté entre 0,7% et 2,6% seulement en 2023.

Cependant, cette augmentation couvrirait au moins la moitié de la baisse des recettes que l'on peut raisonnablement attendre en cas d'un ralentissement économique (proche de 1%-2% ; cf. tableau ci-dessous). La baisse des recettes est calculée à partir de la volatilité observée des principales recettes fiscales.

Fitch considère l'acceptabilité face à une hausse de la fiscalité des certificats d'immatriculation comme élevée dans une perspective internationale car une hausse de cet impôt ne représenterait qu'une part marginale du revenu médian.

Recettes additionnelles/Baisse potentielle des recettes



Source : Fitch Ratings, régions notées

Soutenabilité des dépenses : facteur évalué à « fort »

Fitch évalue le facteur de notation relatif à la soutenabilité des dépenses comme « fort » pour les cinq régions notées.

Les compétences des régions françaises sont principalement non cycliques et peu susceptibles de croître en cas de ralentissement économique. C'est le cas notamment des dépenses relatives aux transports et aux lycées qui sont budgétairement leurs deux compétences principales (30% à 40% des dépenses totales en 2023 pour les transports ; 20% à 30% pour les dépenses relatives aux lycées).

A l'inverse, les besoins en formation professionnelle tendent à croître lorsque le taux de chômage augmente. Cependant, les coûts des grands plans de formation professionnelle sont généralement couverts par l'Etat français, et l'effet négatif sur les finances des régions est généralement limité. En outre, les dépenses de formation professionnelle ne représentaient que 10-15% des dépenses totales des régions notées en 2023.

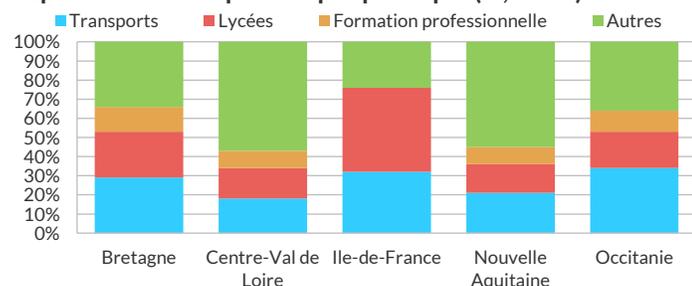
La forte croissance des prix de l'énergie, dont nous estimons que le pic a été atteint en 2023, a mené à une hausse des dépenses de gestion, principalement liés aux transports et aux lycées. L'impact varie d'une région à l'autre en fonction des dates de renouvellement des contrats d'énergie et du nombre de fournisseurs. Fitch s'attend à ce que les dépenses d'énergie se normalisent graduellement en 2024-2025.

Au-delà de l'énergie, l'inflation a également conduit à une hausse des charges de personnel, à la suite des deux augmentations successives du point d'indice de la fonction publique de 3,5% en juillet 2022 et de 1,5% en juillet 2023. Contrairement aux dépenses d'énergie, l'augmentation des charges de personnel est permanente. Nous nous attendons toutefois à ce que le rythme de croissance des charges de personnel diminue à partir de 2025.

Au total, les dépenses de gestion ont augmenté entre 3% pour la Bretagne et 7% pour la Nouvelle-Aquitaine en 2023 pour les régions notées (hors Ile-de-France). Ces écarts s'expliquent notamment par les impacts liés à l'évolution des prix de l'énergie, les régions n'ayant pas toutes été touchées de la même manière et au même moment. Les charges de personnel n'ont également pas augmenté de la même manière dans toutes les régions.

Les dépenses de gestion ont augmenté de 11% en Ile-de-France en 2023, mais cette augmentation a été compensée par une hausse de 10% des recettes de gestion. Il s'agit principalement d'un effet exceptionnel lié à la croissance des fonds européens et des plans de formation professionnelle financés par l'Etat (PRIC/Pacte). Les dépenses de gestion de la région ont également augmenté en raison de la hausse de la contribution financière à Ile-de-France Mobilités (IDF ; A+/Positive) à hauteur de 50 millions d'euros.

Répartition des dépenses par politique (% 2023)



Source : Fitch Ratings, régions notées

La Région Ile-de-France ne détaille pas sa part de dépenses de "formation professionnelle". Les données sont regroupées avec les dépenses de "lycées"

Flexibilité des dépenses : facteur évalué à « moyen »

Fitch évalue le facteur de notation relatif à la flexibilité des dépenses comme « moyen » pour les cinq régions françaises notées.

Fitch estime la réglementation imposant un équilibre budgétaire aux CT françaises comme un attribut « moyen ». Les CT françaises doivent couvrir leurs dépenses de fonctionnement par leurs recettes de fonctionnement, et ont historiquement bien respecté cette règle². Cependant, elles peuvent augmenter leur niveau d'endettement pour financer des dépenses d'investissement, ce que la plupart des régions françaises ont fait ces dernières années.

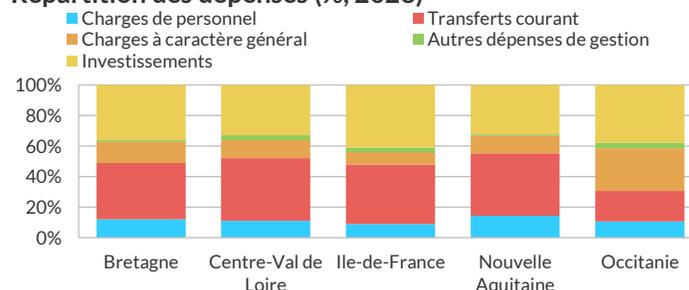
² Cf. [Les grandes CT françaises ont fait preuve de résilience en période de crise \(novembre 2020\)](#)

Nous estimons que les dépenses inflexibles représentent entre 70% et 90% des dépenses totales des régions françaises. Les dépenses de gestion sont principalement constituées de transferts obligatoires relatifs aux transports, à la formation professionnelle ou aux lycées. La répartition de ces transferts entre les cinq régions est relativement homogène. De plus, les dépenses de personnel (18% des dépenses de gestion en moyenne en 2023) constituent également un poste de dépenses rigide car la plupart des agents relèvent du statut de la fonction publique.

Les régions françaises ont la possibilité de mettre en place des mesures d'économies en cas de besoin, notamment de réduire le montant de certains transferts. C'est par exemple le cas des plans de formation professionnelle qui ont été revus à la baisse par certaines régions.

Les dépenses d'investissement représentent en outre une part importante des dépenses des régions (entre 32% et 41% des dépenses totales des régions notées en 2023). Fitch estime qu'elles auraient la possibilité de réduire leur niveau d'investissement en cas de nécessité. La flexibilité sur les programmes d'investissement doit toutefois être nuancée. Les investissements sont souvent nécessaires au bon fonctionnement des politiques publiques (rénovation et construction de lycées; rénovation de lignes ferroviaires) et une diminution des investissements aurait des conséquences politiques. Certaines régions ont également des besoins d'investissement importants, en raison notamment de leur croissance démographique soutenue (ex : Occitanie).

Répartition des dépenses (% 2023)



Source : Fitch Ratings, régions notées

Robustesse de la liquidité et de la dette : facteur évalué à « fort »

Fitch évalue le facteur de notation relatif à la robustesse de la dette et de la liquidité comme « fort » pour les cinq régions françaises notées par Fitch.

La dette de ces régions comporte peu de risques. Fin 2023, la part de la dette à taux fixe se situait entre 62% et 82% pour quatre des régions notées. Nous nous attendons à ce que la part de taux variable augmente dans les années à venir, car les régions ont davantage eu recours aux emprunts à taux variables dans un contexte de taux élevés. L'Ile-de-France fait figure d'exception, avec une part de dette à taux fixe de 98% à fin 2023 (hors émission à court terme).

Presque 100% de la dette des régions françaises notées par Fitch est classée '1A' sur la charte Gissler. La part de la dette à court terme est faible et ne comprend que les émissions des programmes des titres négociables à court terme (NeuCP) qui sont couvertes par un niveau suffisant de trésorerie non restreinte ou de lignes bancaires.

Le risque de refinancement est limité et bien géré, avec généralement des profils d'amortissement réguliers. Certaines régions se caractérisent par des pics de remboursement, mais qui ne représentent généralement pas un risque important en comparaison de leur épargne de gestion.

Le niveau des engagements hors bilan pour l'ensemble des régions notées par Fitch est faible, le niveau de la dette garantie et de dette des organismes associés étant relativement peu élevé. L'Ile-de-France est à nouveau un cas spécifique car les transports sur son territoire sont gérés par IDFM, une entité publique séparée. Celle-ci dispose d'un statut d'établissement public administratif et a été créée par l'Etat français. La région n'est ainsi pas responsable de la dette de cette entité.

Cependant, le conseil d'administration est contrôlé par la région (51%), ainsi que les autres collectivités du territoire (ville de Paris et départements de la région). Environ 15% des recettes de fonctionnement d'IDFM proviennent des contributions des collectivités membres, notamment de la région (51% de ces contributions). En 2023, à la suite de la détérioration de la situation financière d'IDFM, l'Ile-de-France a dû augmenter sa contribution de 7,5%. Elle s'est également engagée, avec les autres collectivités membres de la réajuster annuellement à un rythme égal à l'inflation + 2% jusqu'à 2028, date à partir de laquelle l'ajustement sera simplement indexé à l'inflation.

Régions françaises – Structure de la dette et des engagements hors bilan

Régions	Part de la dette LT à taux fixe (%), fin-2023	Part de la dette classée '1A' sur la charte Gissler (%), fin 2023	Maturité moyenne de la dette directe, fin 2023 (années)	Coût apparent de la dette financière à long LT, 2023 (%)	Engagements hors bilan/Epargne de gestion, 2023
Bretagne	62	100	8	2,1	0,2
Centre-Val de Loire	67	99	10	2,5	0,0
Ile-de-France	98	100	6	1,8	5,3 ^a
Nouvelle-Aquitaine	82	99	10	2,3	0,3
Occitanie	76	99	11	2,2	0,3

^a Pour l'Ile-de-France, il s'agit d'un prorata de la dette d'Ile-de-France Mobilités
 Source : Fitch Ratings, régions notées par Fitch

Flexibilité de la dette et de la liquidité : facteur évalué à « fort »

Fitch évalue le facteur de notation relatif à la flexibilité de la dette et de la liquidité comme « fort » pour les cinq régions françaises notées. Fitch estime qu'il existe pour les CT françaises un cadre solide permettant un financement d'urgence de la part de l'Etat français. La trésorerie des CT est déposée auprès du trésor et y est

mutualisée avec celle de l'Etat français. Dans ce cadre, l'Etat peut verser aux CT des avances de trésorerie, avec plusieurs mois d'avances sur les échéances prévues. Le risque de contrepartie de ce mécanisme est faible en raison de la note souveraine élevée.

Les régions françaises ont également un accès important à la liquidité sous différentes formes. Cela comprend des lignes bancaires avec des contreparties notées en catégorie 'A' et l'accès à des prêteurs institutionnels, en particulier la Caisse des dépôts et consignations (CDC ; AA-/Stable) qui peut les soutenir en cas de problèmes d'accès aux banques commerciales.

Certaines régions françaises ont accès à la Banque européenne d'investissement (BEI ; AAA/Stable) pour financer une partie de leurs programmes d'investissement.

Profil financier : cinq régions en catégorie 'aa'

Le profil financier des régions françaises est évalué à travers trois ratios financiers principaux : la capacité de désendettement (dette nette ajustée/épargne de gestion), considérée comme le ratio principal, le ratio de couverture du service de la dette (épargne de gestion/service de la dette ; calcul synthétique Fitch), qui est considéré comme un ratio secondaire. Le taux d'endettement (dette nette ajustée / recettes de gestion) a un faible poids dans notre évaluation car nous le considérons comme un ratio moins prédictif (cf. [Evaluer la soutenabilité de la dette des collectivités territoriales, avril 2021](#)).

Régions françaises – Evaluation du profil financier

Régions	Capacité de désendettement 2023	Capacité de désendettement 2028 ^{rc}	Couverture du service de la dette 2028 ^{rc}	Taux d'endettement, 2028 ^{rc} (%)	Evaluation du profil financier
Bretagne	4,5	5,4	2,4	103	aa
Centre-Val de Loire	7,2	7,4	1,6	120	aa
Ile-de-France	5,6	5,9	2,1	178	aa
Nouvelle-Aquitaine	8,6	8,9	1,3	169	aa
Occitanie	6,4	7,9	1,5	152	aa

rc : scénario de notation de Fitch (rating case scenario)

Source : Fitch Ratings, régions notées

Le profil financier est évalué en catégorie 'aa' pour les cinq régions notées par Fitch, reflétant : une capacité de désendettement attendue entre 5x et 9x dans le scénario de notation de Fitch, et une couverture du service de la dette restant supérieure à 1,5x. En comparaison, le taux d'endettement est élevé, variant entre 100% et 180% en projection. Cependant, ce ratio reflète la structure budgétaire des régions françaises qui est fortement tournée vers l'investissement.

Parmi les régions notées, la Bretagne et l'Ile-de-France ont les ratios d'endettement les plus performants dans nos scénarios de notation, avec une capacité de désendettement attendue aux alentours de 5x-6x et un ratio de couverture entre proche de 2x-2,5x. Ces ratios conduisent à un PCI évalué à 'aa+'.

À l'inverse, la région Nouvelle-Aquitaine a des ratios d'endettement compatibles avec la partie inférieure de la catégorie 'aa', avec une capacité de désendettement proche de 9x dans notre scénario de notation en 2027-2028 et un ratio de couverture légèrement inférieur à 1,5x. Ces ratios conduisent à un PCI évalué à 'aa-'.

Hypothèses souveraines de Fitch et hypothèses retenues pour nos scénarios de notation

Les dernières hypothèses macro-économiques de Fitch du [Global Economic Outlook](#), publié en juin 2024, sont détaillées ci-dessous :

Hypothèses du département souverain de Fitch pour la France

(%)	2023	2024	2025	2026
PIB réel				
Inflation (en fin d'année)	4,1	2,4	2,0	2,0
Taux de chômage	7,3	7,5	7,5	7,5
Taux directeurs (%)	4,00	3,25	2,50	2,00

p : prévisions

Source : Fitch Ratings, [Global Economic Outlook](#) publié en juin 2024

Pour les recettes, les scénarios centraux de Fitch reposent sur ces hypothèses souveraines. Pour 2027-2028, nous faisons l'hypothèse d'une croissance du PIB nominal de 2,7% (moyenne historique entre 2000 et 2019). Nos scénarios de notation font l'hypothèse d'une croissance de 70 points de base plus faible chaque année à partir de 2025, correspondant à un écart constaté entre la moyenne historique et les périodes de croissance plus faible.

Notre hypothèse de PIB nominal a un effet direct sur notre hypothèse de TVA (environ la moitié des recettes de gestion). Nous appliquons une élasticité de 1 entre la PIB nominal et la TVA en raison d'une forte corrélation historique (cf. [CT françaises : une exposition inégale au cycle économique](#), mars 2022).

Une hypothèse spécifique est effectuée pour les certificats d'immatriculation. Nous prenons en compte l'utilisation du levier fiscal par les régions (hausse de tarif et suppression des exemptions sur les véhicules hybrides). Hormis cet effet, la tendance générale est une baisse progressive de cette recette en raison de l'interdiction, à horizon 2035, de la vente de véhicules neufs équipés de moteurs thermiques et de l'exemption au niveau national des véhicules électriques.

Cette baisse tendancielle devrait être accentuée en Ile-de-France dans les prochaines années en raison du fort développement des transports collectifs. Actuellement nos scénarios de notation ne prévoient pas de nouvelle hausse du tarif des certificats d'immatriculations pour les régions notées.

L'inflation a un effet direct sur notre hypothèse d'évolution des charges à caractère général. Celle-ci dépend également de l'évolution spécifique des dépenses d'énergie, qui tendent généralement à diminuer en 2024. Nos scénarios de notation prennent en compte les spécificités régionales quant aux dates de renouvellement des contrats d'énergie et au degré auquel les régions ont été touchées par les coûts de l'énergie en 2022-2023. Nos scénarios de notation sont basés sur l'hypothèse que les coûts de l'énergie resteront à un niveau plus élevé qu'avant le pic d'inflation. 1,3

L'évolution des dépenses de personnel dépend de trois facteurs : l'évolution du nombre d'agents, l'évolution de la structure de la masse salariale (glissement technicité-vieillesse, GVT) et l'évolution du niveau des salaires. Nous nous attendons à une hausse sensible des dépenses de personnel en 2024, en raison de l'effet année pleine de la hausse du point d'indice du 1^{er} juillet 2023 et de certaines revalorisations sectorielles.

Nos hypothèses relatives aux dépenses d'investissement des régions dépendent principalement de leurs programmes d'investissement. Ceux-ci intègrent la hausse des coûts de construction liés à l'inflation et, le cas échéant, le décalage ou la revue à la baisse de certains projets.

Nos scénarios prennent en compte le taux des derniers emprunts réalisés. Pour les nouveaux emprunts, nous avons effectué l'hypothèse d'un taux de 3,4% pour une maturité de 15 ans (hypothèse susceptible de varier en fonction des évolutions de marché et de taux directeurs). L'évolution attendue des charges financières dépend également de la part à taux fixe des régions.

Des disparités quant à l'évolution de l'épargne de gestion

Le taux d'épargne de gestion (épargne de gestion / recettes de gestion) variait en 2023 entre 16% (Nouvelle-Aquitaine) et 27% (Ile-de-France).

En 2023, l'évolution de l'épargne de gestion a sensiblement différé d'une région à une autre. Elle a augmenté dans les régions Ile-de-

Régions françaises – Comparaison des hypothèses

Régions	Croissance des recettes de gestion (%)		Croissance des dépenses de gestion (%)		Capacité d'autofinancement (%)		Epargne de gestion 2028rc / 2023 (%)	Epargne de gestion 2028rc / 2028bc (%)
	2019-2023	2024-2028 rc	2019-2023	2024-2028 rc	2019-2023	2024-2028 rc		
Bretagne	2,3	0,9	1,5	2,2	90,1	100,0	83	91
Centre-Val de Loire	1,2	2,0	2,0	2,1	87,5	92,4	108	89
Ile-de-France	3,0	2,0	3,9	1,3	91,2	84,9	115	88
Nouvelle-Aquitaine	1,2	1,6	2,5	0,8	77,2	82,8	130	90
Occitanie	2,7	1,6	2,9	2,3	77,1	98,6	94	91

rc : scénario de notation de Fitch (rating case scenario)

bc : scénario central de Fitch (base case scenario)

Source : Fitch Ratings, régions notées

France, Bretagne et Occitanie alors qu'elle a diminué dans les régions Centre-Val de Loire (-8%) et Nouvelle-Aquitaine (-16%).

La croissance des recettes de gestion a été relativement homogène en 2023, aux alentours de 2% (hors Ile-de-France). A l'inverse, la croissance des dépenses de gestion (hors Ile-de-France) a varié entre 3% pour la Bretagne et 7% pour la Nouvelle-Aquitaine. Ces écarts s'expliquent notamment par les impacts liés à l'évolution des prix de l'énergie, les régions n'ayant pas toutes été touchées de la même manière et au même moment. Les charges de personnel n'ont pas également augmenté de la même manière dans toutes les régions, avec certaines décidant de recruter davantage ou d'augmenter les salaires au-delà de la hausse du point d'indice.

Les évolutions de recettes et dépenses ont été exceptionnelles pour l'Ile-de-France en 2023 (+9% pour les recettes de gestion ; +11% pour les dépenses). Il s'agit principalement d'éléments exceptionnels liés aux fonds européens et aux fonds de formation professionnelle financés par l'Etat (PRIC/Pacte).

Dans nos scénarios de notation, nous tablons sur une hausse de l'épargne de gestion dans les régions Centre-Val de Loire, Ile-de-France et Nouvelle-Aquitaine. Ces régions ont fait face à une forte hausse de leurs dépenses de gestion en 2023. Nous nous attendons à ce que la croissance de ces dépenses soit modérée dans les prochaines années, et inférieure au rythme d'augmentation des recettes.

Pour la région Bretagne, nous nous attendons à une baisse de l'épargne de gestion, ce qui s'explique notamment par des recettes exceptionnelles particulièrement élevées en 2023. Pour la région Occitanie, nous nous attendons à ce que l'épargne de gestion baisse légèrement en raison d'une diminution des transferts liés à la formation professionnelle. La croissance attendue des charges à caractère général est attendue à un rythme supérieur à la moyenne des autres régions, l'Occitanie ayant été globalement moins touchée par des dépenses exceptionnelles en 2023.

Une hausse attendue de l'endettement

En 2023, la dette nette ajustée a crû en moyenne de 9% pour les régions notées.

Le taux de croissance le plus faible était en Bretagne (3%), la région ayant pu autofinancer presque l'intégralité de ses dépenses d'investissement. Ce niveau a également été faible pour la région Centre-Val de Loire où la baisse du programme d'investissement (-31%) en 2023 à la suite d'un pic pendant la pandémie a limité la hausse de l'endettement.

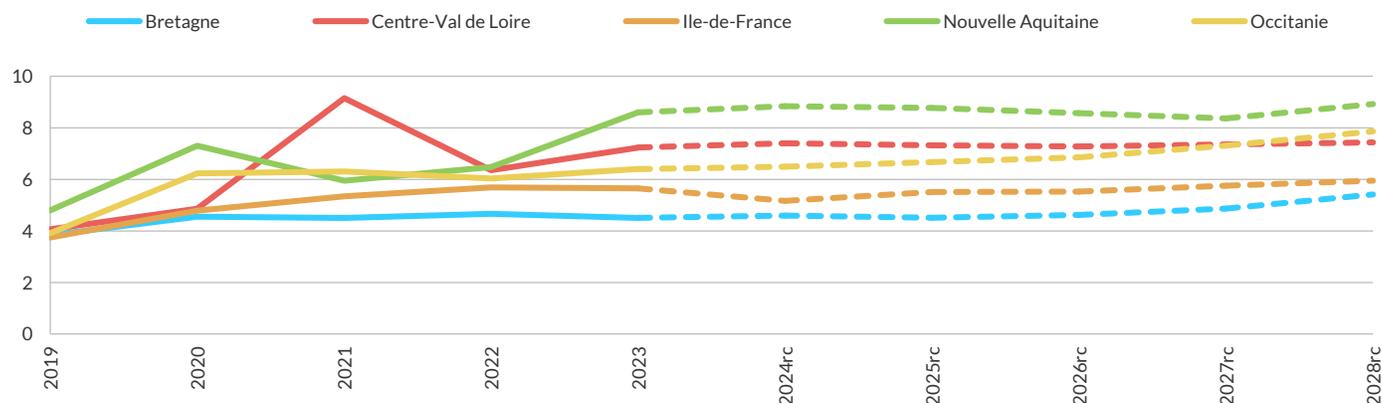
La plus importante croissance de la dette nette ajustée a été constatée en Ile-de-France (+15%), en raison d'un niveau d'investissement élevé. La hausse de son épargne de gestion a contrebalancé celle de sa dette nette ajustée, permettant une stabilité de son ratio de capacité de désendettement (5,6x en 2023).

Dans nos scénarios de notation, nous prévoyons une hausse de la dette nette ajustée pour les cinq régions notées, en raison de programmes d'investissement soutenus et d'un coût de financement plus élevé.

Nous nous attendons à une hausse de la dette nette ajustée de l'ordre de 10%-15% entre 2023 et 2028 pour les régions Centre-Val de Loire et Occitanie, de 26% pour l'Ile-de-France et de 34% pour la Nouvelle-Aquitaine. Les différences s'expliquent principalement par le niveau des programmes d'investissement.

Pour la Bretagne, nous tablons sur une stabilité de son niveau d'endettement. La région a revu légèrement à la baisse son programme d'investissement au vu du contexte économique et l'épargne de gestion élevée devrait lui permettre de l'autofinancer.

Capacité de désendettement - Scénarios de notation Fitch (x)



rc : scénario de notation Fitch
 Source : Fitch Ratings, régions notées

Autres facteurs de notation

Un plafond lié à la note souveraine

Les CT françaises ne peuvent être notées au-dessus de l'Etat français. Lorsque leur PCI est évalué au-dessus de celui de la note souveraine, leur note finale est plafonnée par la note de l'Etat.

Ceci reflète l'influence importante que l'Etat français exerce sur leurs compétences et leur trajectoire financière. L'Etat peut modifier les compétences et les ressources des CT par la loi, et sans révision de la constitution. Il a également une influence importante sur l'évolution des dépenses des CT car il définit leurs principales compétences. En outre, la constitution peut être modifiée au niveau national, sans accord des CT.

Le plafond souverain a actuellement un effet sur la note finale des régions notées, à l'exception de la Nouvelle-Aquitaine dont le PCI est au même niveau que la note souveraine.

Une absence de risques asymétriques additionnels

Aucun risque asymétrique ne s'applique actuellement aux régions françaises. Fitch considère qu'elles bénéficient d'une bonne gouvernance. L'information relative aux CT françaises est fiable et transparente. Les CT françaises sont également contrôlées par le préfet et les chambres régionales des comptes.

La gouvernance des CT est prise en compte à travers notre appréciation des facteurs de notation relatifs à la soutenabilité des dépenses et à la robustesse de la dette et de la liquidité, ainsi qu'à travers nos hypothèses de scénarios de notation qui prend en compte les objectifs financiers de la collectivité, notamment son programme d'investissement.

Soutien extraordinaire de l'Etat

Aucun soutien extraordinaire de l'Etat n'est actuellement pris en compte dans la notation des régions françaises. Leurs notes sont élevées, similaires ou proches de celles de l'Etat.

L'Etat français a récemment soutenu de manière exceptionnelle des CT d'outre-mer. Par exemple, en 2020 et en 2022, l'Etat a décidé de prêter, respectivement, 240 millions d'euros et 175 millions d'euros à la Nouvelle-Calédonie (collectivité qui dispose d'un statut spécifique). Ces prêts ont été effectués à travers l'Agence française de développement (AFD ; AA-/Stable), pour aider la collectivité à faire face aux conséquences économiques de la pandémie.

Considérations ESG

Pour toutes les régions françaises, le score ESG le plus élevé est de 3. Les facteurs ESG sont donc neutres en termes de qualité de crédit, ou n'ont qu'un effet marginal sur l'entité, soit en raison de leur nature, soit de la manière dont ils sont gérés par l'entité. C'est actuellement le cas pour près de 90% des CT notées par Fitch dans la région Europe, Moyen-Orient et Afrique.

Les facteurs environnementaux ont peu ou pas d'impact sur les notations des régions métropolitaines. L'impact des risques physiques et de transition ne devrait pas se matérialiser de manière substantielle dans l'horizon du scénario de notation de Fitch (cinq ans). Par ailleurs, les entités tendent à augmenter les budgets dédiés à l'action régionale contre le changement climatique, et à

intensifier leur soutien aux programmes d'adaptation et d'atténuation face à ce changement.

Les compétences diverses des régions françaises bénéficient à leur environnement local dans la mesure où elles assurent par exemple une offre vaste et diversifiée de systèmes de transport, une formation professionnelle et secondaire de haute qualité et un soutien solide au développement économique local. Leur impact social global est donc positif. L'évaluation sociale prend notamment en compte les droits de l'homme et les libertés politiques, la sûreté et la sécurité publique, le développement humain, la santé et l'éducation.

Parmi les CT notées par Fitch dans la région EMEA, la gouvernance est le facteur le plus susceptible d'avoir un effet négatif sur les notations ESG. Ce n'est pas le cas pour les régions françaises en raison d'un haut niveau de professionnalisme dans la gestion de la collectivité grâce à la fois à la compétence et à la probité des agents, et au contrôle exercé par l'Etat. L'évaluation de la gouvernance prend notamment en compte la stabilité institutionnelle, le respect de l'Etat de droit ou la qualité et la transparence des données.

Pour plus d'informations concernant nos scores ESG : <https://www.fitchratings.com/site/esg>.

Annexe A : Principales données pour les régions françaises notées

Données

(Mio EUR)		Bretagne	Centre-Val de Loire	Ile-de-France	Nouvelle-Aquitaine	Occitanie
Capacité de désendettement (x)	2023	4,5	7,2	5,6	8,6	6,4
	2028rc	5,4	7,4	5,9	8,9	7,9
Couverture du service de la dette ^a (x)	2023	2,8	1,7	2,3	1,5	2,0
	2028rc	2,4	1,6	2,1	1,3	1,5
Taux d'endettement (%)	2023	108	119	155	135	142
	2028rc	103	120	178	169	152
Taux d'épargne de gestion (%)	2023	24,0	16,5	27,5	15,7	22,3
	2028rc	19,1	16,2	30,0	18,9	19,3
Dettes nette ajustée (Mio EUR)	2023	1 398	1 370	6 325	3 220	3 607
	2028rc	1 399	1 526	8 000	4 358	4 163
Coût apparent de la dette (%)	2023	2,1	2,5	1,8	2,3	2,2
	2028rc	2,0	2,8	2,4	3,1	2,9
Dépenses d'investissement / Dépenses totales (%)	2023	35,6	33,4	46,0	31,4	38,4
	2028rc	29,5	27,1	40,4	26,6	27,8
Population (m)	2020	3,4	2,6	12,3	6,0	6,0

^a Calcul synthétique Fitch

rc - scénario de notation de Fitch (rating-case scenario)

Source : Fitch Ratings, régions notées

Annexe B : évaluation du profil financier et grille indicative de notation du profil de crédit intrinsèque

Collectivités territoriales de « Type B » – Evaluation du profil financier

	Ratio principal	Ratios secondaires (x)	
	Capacité de désendettement (x)	Couverture du service de la dette (x)	Taux d'endettement (%)
aaa	$X \leq 5$	$X \geq 4$	$X \leq 50$
aa	$5 < X \leq 9$	$2 \leq X < 4$	$50 < X \leq 100$
a	$9 < X \leq 13$	$1,5 \leq X < 2$	$100 < X \leq 150$
bbb	$13 < X \leq 18$	$1,2 \leq X < 1,5$	$150 < X \leq 200$
bb	$18 < X \leq 25$	$1 \leq X < 1,2$	$200 < X \leq 250$
b	$X > 25$	$X < 1$	$X > 250$

Source : Fitch Ratings, International Local and Regional Governments Rating Criteria (August 2024)

Grille indicative de notation – Profil de crédit intrinsèque

Profil de risque	Profil financier					
Fort	aaa ou aa	a	bbb	bb	b	
Moyen-fort	aaa	aa	a	bbb	bb	b
Moyen		aaa	aa	a	bbb	bb ou inférieur
Moyen-faible			aaa	aa	a	bbb ou inférieur
Faible				aaa	aa	a ou inférieur
Vulnérable					aaa	aa ou inférieur
Résultat analytique suggéré (PCI)	aaa	aa	a	bbb	bb	b

Source : Fitch Ratings, International Local and Regional Governments Rating Criteria (August 2024)

DISCLAIMER & DISCLOSURES

All Fitch Ratings (Fitch) credit ratings are subject to certain limitations and disclaimers. Please read these limitations and disclaimers by following this link: <https://www.fitchratings.com/understandingcreditratings>. In addition, the following <https://www.fitchratings.com/rating-definitions-document> details Fitch's rating definitions for each rating scale and rating categories, including definitions relating to default. Published ratings, criteria, and methodologies are available from this site at all times. Fitch's code of conduct, confidentiality, conflicts of interest, affiliate firewall, compliance, and other relevant policies and procedures are also available from the Code of Conduct section of this site. Directors and shareholders' relevant interests are available at <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>. Fitch may have provided another permissible or ancillary service to the rated entity or its related third parties. Details of permissible or ancillary service(s) for which the lead analyst is based in an ESMA- or FCA-registered Fitch Ratings company (or branch of such a company) can be found on the entity summary page for this issuer on the Fitch Ratings website.

In issuing and maintaining its ratings and in making other reports (including forecast information), Fitch relies on factual information it receives from issuers and underwriters and from other sources Fitch believes to be credible. Fitch conducts a reasonable investigation of the factual information relied upon by it in accordance with its ratings methodology, and obtains reasonable verification of that information from independent sources, to the extent such sources are available for a given security or in a given jurisdiction. The manner of Fitch's factual investigation and the scope of the third-party verification it obtains will vary depending on the nature of the rated security and its issuer, the requirements and practices in the jurisdiction in which the rated security is offered and sold and/or the issuer is located, the availability and nature of relevant public information, access to the management of the issuer and its advisers, the availability of pre-existing third-party verifications such as audit reports, agreed-upon procedures letters, appraisals, actuarial reports, engineering reports, legal opinions and other reports provided by third parties, the availability of independent and competent third-party verification sources with respect to the particular security or in the particular jurisdiction of the issuer, and a variety of other factors. Users of Fitch's ratings and reports should understand that neither an enhanced factual investigation nor any third-party verification can ensure that all of the information Fitch relies on in connection with a rating or a report will be accurate and complete. Ultimately, the issuer and its advisers are responsible for the accuracy of the information they provide to Fitch and to the market in offering documents and other reports. In issuing its ratings and its reports, Fitch must rely on the work of experts, including independent auditors with respect to financial statements and attorneys with respect to legal and tax matters. Further, ratings and forecasts of financial and other information are inherently forward-looking and embody assumptions and predictions about future events that by their nature cannot be verified as facts. As a result, despite any verification of current facts, ratings and forecasts can be affected by future events or conditions that were not anticipated at the time a rating or forecast was issued or affirmed.

The information in this report is provided "as is" without any representation or warranty of any kind, and Fitch does not represent or warrant that the report or any of its contents will meet any of the requirements of a recipient of the report. A Fitch rating is an opinion as to the creditworthiness of a security. This opinion and reports made by Fitch are based on established criteria and methodologies that Fitch is continuously evaluating and updating. Therefore, ratings and reports are the collective work product of Fitch and no individual, or group of individuals, is solely responsible for a rating or a report. The rating does not address the risk of loss due to risks other than credit risk, unless such risk is specifically mentioned. Fitch is not engaged in the offer or sale of any security. All Fitch reports have shared authorship. Individuals identified in a Fitch report were involved in, but are not solely responsible for, the opinions stated therein. The individuals are named for contact purposes only. A report providing a Fitch rating is neither a prospectus nor a substitute for the information assembled, verified and presented to investors by the issuer and its agents in connection with the sale of the securities. Ratings may be changed or withdrawn at any time for any reason in the sole discretion of Fitch. Fitch does not provide investment advice of any sort. Ratings are not a recommendation to buy, sell, or hold any security. Ratings do not comment on the adequacy of market price, the suitability of any security for a particular investor, or the tax-exempt nature or taxability of payments made in respect to any security. Fitch receives fees from issuers, insurers, guarantors, other obligors, and underwriters for rating securities. Such fees generally vary from US\$1,000 to US\$750,000 (or the applicable currency equivalent) per issue. In certain cases, Fitch will rate all or a number of issues issued by a particular issuer, or insured or guaranteed by a particular insurer or guarantor, for a single annual fee. Such fees are expected to vary from US\$10,000 to US\$1,500,000 (or the applicable currency equivalent). The assignment, publication, or dissemination of a rating by Fitch shall not constitute a consent by Fitch to use its name as an expert in connection with any registration statement filed under the United States securities laws, the Financial Services and Markets Act of 2000 of the United Kingdom, or the securities laws of any particular jurisdiction. Due to the relative efficiency of electronic publishing and distribution, Fitch research may be available to electronic subscribers up to three days earlier than to print subscribers.

For Australia, New Zealand, Taiwan and South Korea only: Fitch Australia Pty Ltd holds an Australian financial services license (AFS license no. 337123) which authorizes it to provide credit ratings to wholesale clients only. Credit ratings information published by Fitch is not intended to be used by persons who are retail clients within the meaning of the Corporations Act 2001.

Fitch Ratings, Inc. is registered with the U.S. Securities and Exchange Commission as a Nationally Recognized Statistical Rating Organization (the "NRSRO"). While certain of the NRSRO's credit rating subsidiaries are listed on Item 3 of Form NRSRO and as such are authorized to issue credit ratings on behalf of the NRSRO (see <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>), other credit rating subsidiaries are not listed on Form NRSRO (the "non-NRSROs") and therefore credit ratings issued by those subsidiaries are not issued on behalf of the NRSRO. However, non-NRSRO personnel may participate in determining credit ratings issued by or on behalf of the NRSRO.

Copyright © 2024 by Fitch Ratings, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries. 33 Whitehall Street, NY, NY 10004. Telephone: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Reproduction or retransmission in whole or in part is prohibited except by permission. All rights reserved.