

Standard & Poor's anticipe une réduction de l'effort d'investissement des collectivités locales françaises pour contenir la dette d'ici à 2016

Analystes principaux:

Mehdi Fadli, Paris (33) 1-4420-6706; mehdi.fadli@standardandpoors.com

Laurent Niederberger, Paris (33) 1-4420-6704; laurent.niederberger@standardandpoors.com

Assistant de recherche:

Youssef Ait Benasser, Paris; youssef.benasser@standardandpoors.com

Sommaire

Vue d'ensemble

La réduction de l'investissement devrait permettre de maintenir les besoins de financement de l'ensemble des collectivités locales françaises à des niveaux modérés en 2015 et en 2016

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

Départements : une pression forte sur l'épargne brute mais les besoins de financement devraient rester modérés du fait de la poursuite de l'ajustement graduel de l'effort d'investissement

Régions : les besoins de financement resteront élevés mais sous contrôle notamment grâce à la maîtrise forte des dépenses de fonctionnement

Un accès global à la liquidité important et des conditions de financement plus attractives cette année

Standard & Poor's anticipe une réduction de l'effort d'investissement des collectivités locales françaises pour contenir la dette d'ici à 2016

Standard & Poor's estime que le recours à l'emprunt des collectivités locales françaises (villes, groupements à fiscalité propre, départements et régions) a atteint 18 milliards d'euros en 2014, contre 16,5 milliards d'euros selon nos prévisions de l'année dernière en raison de besoins de financement plus importants liés principalement à une croissance des dépenses plus forte que prévue. Nous anticipons que le recours à l'emprunt devrait rester stable en 2015 à 18 milliards d'euros puis augmenter à 20 milliards d'euros en 2016. Selon nous, la hausse de 2016 résulterait essentiellement de l'augmentation du recours à l'emprunt du bloc communal à 12 milliards d'euros, contre 10,5 milliards d'euros environ en 2014. 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 152/153 milliards d'euros en fin d'année 2016, soit 78% des recettes de fonctionnement, contre 73% en fin d'année 2014. En comparaison internationale, ce niveau d'endettement resterait modéré.

Par ailleurs, nous estimons que la majorité des collectivités locales françaises devrait bénéficier en 2015 d'un accès important à la liquidité externe et de conditions de financement plus attractives aussi bien en ce qui concerne le financement à long terme que court terme. Nous considérons que le financement des collectivités locales restera marqué par la diversification des sources de financement avec en particulier un maintien du recours au marché obligataire et un renforcement de la présence des banques publiques.

Vue d'ensemble

- Les collectivités locales françaises devront faire face à une pression forte sur leurs niveaux d'épargne brute du fait de la réduction des dotations de l'Etat à hauteur de 11 milliards d'euros entre 2015 et 2017.
- Nous estimons que les collectivités locales françaises continueront à ajuster à la baisse leurs dépenses d'investissement, en particulier en 2015, pour contenir leurs besoins de financement et l'évolution de leur endettement dans les deux prochaines années.
- Dès lors, nous anticipons une stabilité du recours à l'emprunt des collectivités locales françaises en 2015 suivie d'une augmentation en 2016 liée à une baisse plus modérée des dépenses d'investissement.
- Par ailleurs, nous considérons que la majorité des collectivités locales bénéficiera d'une offre de financements externes large et diversifiée et de conditions de financement plus attractives.
- L'entrée en 2015 d'un nouvel acteur sur le marché du financement des collectivités locales, l'Agence France Locale (AFL) dont l'objectif à moyen terme est de couvrir 25% du recours à l'emprunt des collectivités locales soit 4/5 milliards d'euros par an, devrait renforcer la diversification des sources de financement.

La réduction de l'investissement devrait permettre de maintenir les besoins de financement de l'ensemble des collectivités locales françaises à des niveaux modérés en 2015 et en 2016

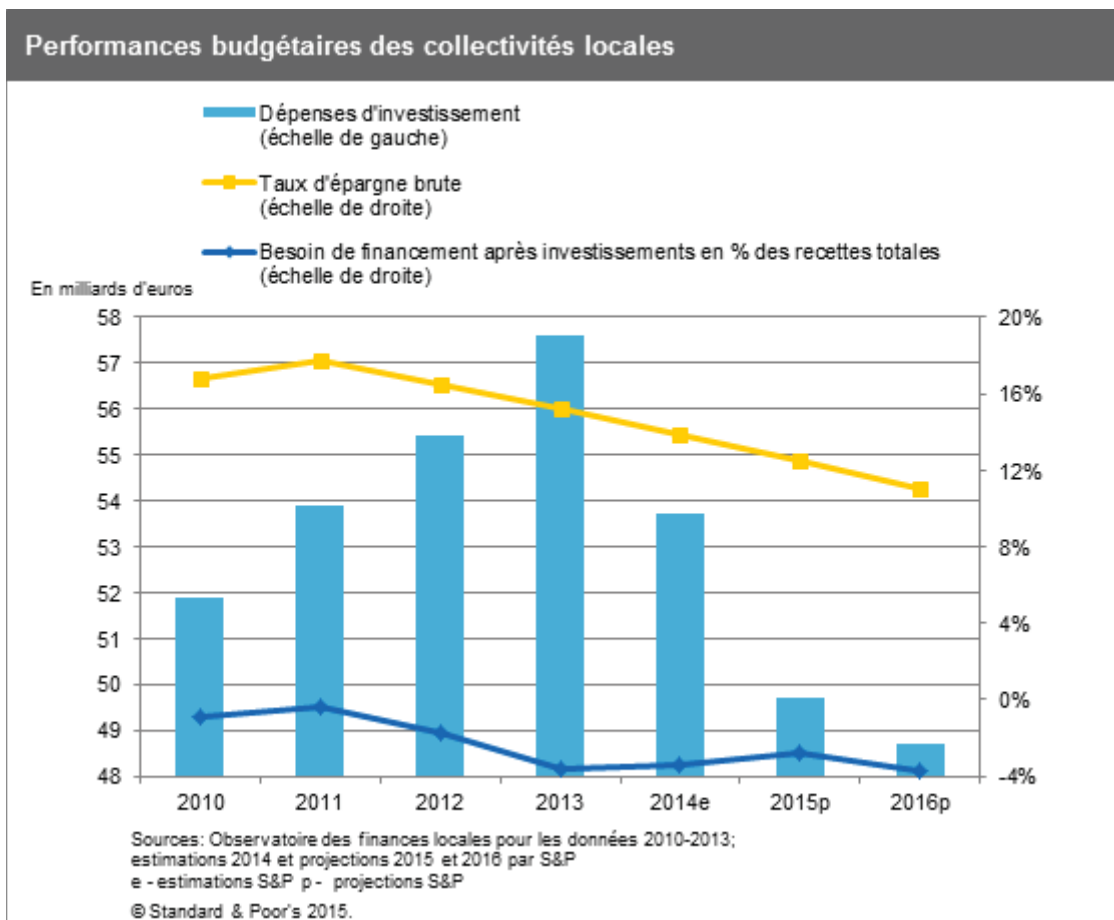
Du fait principalement de la réduction des dotations de l'Etat de 11 milliards d'euros entre 2015 et 2017, nous anticipons un nouveau ralentissement de la croissance annuelle des recettes de fonctionnement des collectivités locales françaises qui devrait s'établir à moins de 0,5% en 2015 et en 2016, contre 1,6% sur la période 2012-2014 et 3,6% entre 2008 et 2011. Nos prévisions se fondent aussi sur une augmentation des produits de la cotisation sur la valeur ajoutée des entreprises d'environ 3% en 2015 et 1% en 2016 et une utilisation modérée du levier fiscal par le bloc communal principalement en 2015 et les départements notamment en 2016.

Par ailleurs, nous estimons que les collectivités locales françaises devraient renforcer la maîtrise de leurs dépenses de fonctionnement au cours des deux prochaines années avec une hausse annuelle moyenne inférieure à 2%, contre 3% sur la période 2012-2014.

Dès lors, l'épargne brute moyenne des collectivités locales françaises devrait continuer à baisser au cours des prochaines années pour atteindre 11% des recettes de fonctionnement en 2016, contre 14% environ en 2014. Néanmoins, en comparaison internationale, ce niveau d'épargne brute resterait satisfaisant.

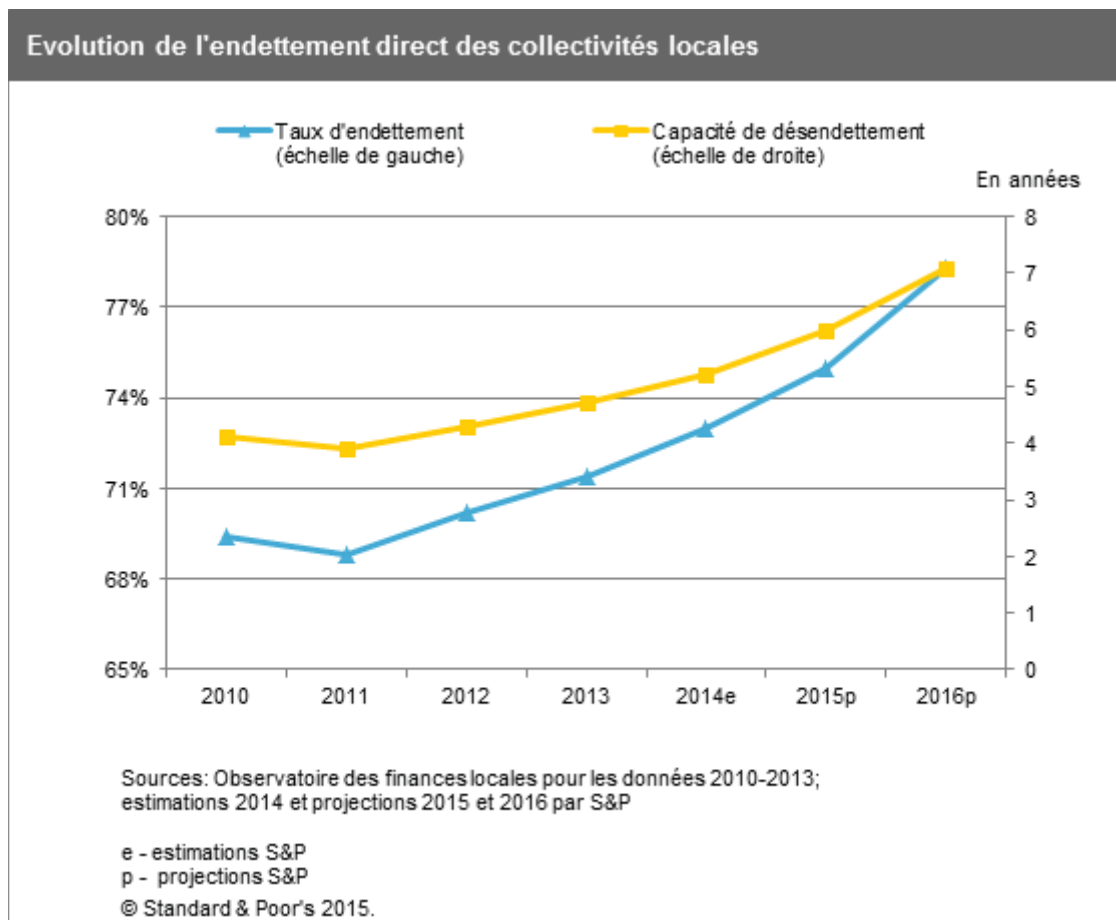
Malgré cette pression croissante sur les niveaux d'épargne brute, nous projetons le maintien de besoins de financement après investissements modérés à 3% des recettes totales en 2015 et 4% en 2016, contre 3% en 2014. La capacité des collectivités locales françaises à contenir leurs besoins de financement refléterait principalement l'ajustement continu de leur effort d'investissement. Après une baisse estimée de 7% 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 anticipons une nouvelle réduction de 7% en 2015 et de 2% en 2016. Ces diminutions seraient principalement liées à l'ajustement structurel opéré par le bloc communal sur ses programmes pluriannuels d'investissement pour la nouvelle mandature. Elles intégreraient aussi les effets des cycles électoraux pour les départements en 2015 (élections en mars 2015) et pour les régions en 2016 (élections en décembre 2015).

Graphique 1



Nos prévisions se fondent aussi sur une nouvelle utilisation par les collectivités locales de leur fonds de roulement à hauteur de 1,5 milliard d'euros par an en 2015 et en 2016, contre 2,5 milliards d'euros environ en 2014 selon nos estimations. Ainsi, nous anticipons une stabilité du recours à l'emprunt des collectivités locales françaises en 2015 à 18 milliards d'euros environ suivie d'une hausse à 20 milliards d'euros environ en 2016, alors que le remboursement en capital annuel de la dette devrait rester relativement stable, compris entre 13/14 milliards d'euros. Dès lors, l'encours de dette directe des collectivités locales devrait continuer à croître graduellement pour atteindre 78% des recettes de fonctionnement en fin d'année 2016 (73% en fin d'année 2014), ce qui resterait modéré en comparaison internationale. Néanmoins, la capacité de désendettement continuerait à se détériorer et dépasserait 7 années en 2016 (5,2 années environ en 2014), en raison principalement de la diminution de l'épargne brute.

Graphique 2



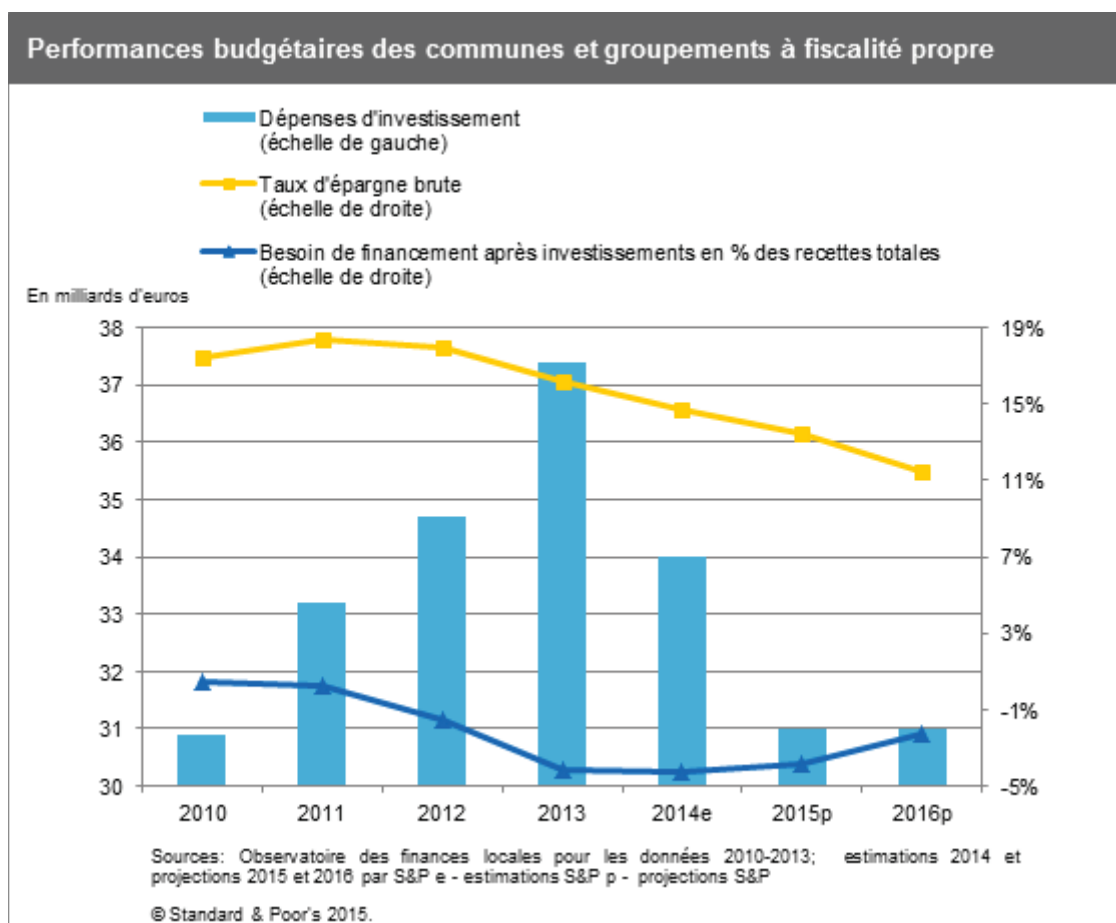
Bloc communal : un ajustement structurel des programmes pluriannuels d'investissement pour contenir les besoins de financement

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 3% en moyenne annuelle entre 2010 et 2013. En 2014, du fait notamment de la réduction des dotations de l'Etat de 840 millions d'euros à la charge du bloc communal, la hausse des recettes de fonctionnement s'est ralentie à 1,2%. Cette tendance devrait s'accroître au cours des prochaines années du fait de la baisse annuelle de 2,1 milliards des dotations de l'Etat au bloc communal sur la période 2015-2017. Ainsi, nous projetons une croissance de 0,6% des recettes de fonctionnement en 2015 malgré notre anticipation d'un recours modéré au levier fiscal, suivie d'une stabilité en 2016.

Par ailleurs, bien que nous anticipions un renforcement de la maîtrise des dépenses de fonctionnement par rapport à la période 2010-2014 (hausse d'environ 3% en moyenne annuelle), celles-ci devraient continuer à croître de plus de 2% par an en 2015 et 2016. Par conséquent, l'épargne brute du bloc communal devrait se réduire assez fortement à 11,5% des recettes de fonctionnement en 2016, contre environ 14,5% en 2014.

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 2014, nous estimons que les dépenses d'investissement ont diminué de 9% 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 un ajustement structurel des programmes pluriannuels d'investissement du bloc communal pour la nouvelle mandature. Nous projetons ainsi une nouvelle diminution des dépenses d'investissement de 9% en 2015 suivie d'une stabilité en 2016. Les communes et les groupements à fiscalité propre pourraient dès lors être en mesure de maintenir des besoins de financement après investissements modérés représentant environ 2% des recettes totales en 2015 et 4% en 2016, contre environ 4% des recettes totales en 2014.

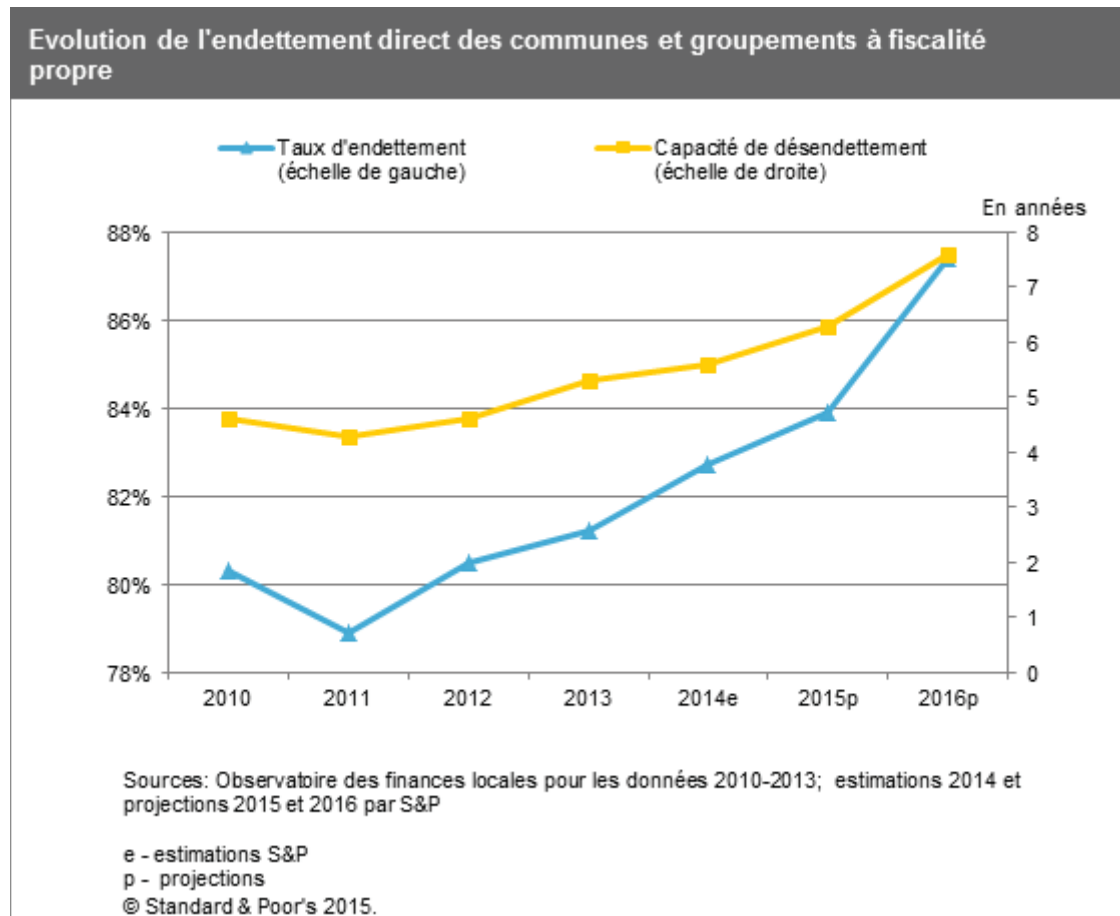
Graphique 3



Nos prévisions se fondent aussi sur une nouvelle utilisation par le bloc communal de son fonds du roulement à hauteur de 1 milliard d'euros par an en 2015 et 2016, contre 2 milliards d'euros environ en 2014 selon nos estimations. Ainsi, nous anticipons une stabilité du recours à l'emprunt du bloc communal en 2015 à 10,5 milliards d'euros environ suivie d'une hausse à 12 milliards d'euros environ en 2016, alors que le remboursement annuel en capital de la dette devrait rester stable à 8/8,5 milliards d'euros environ.

Dès lors, le taux d'endettement direct du bloc communal devrait continuer à croître graduellement et légèrement pour atteindre 87% en fin d'année 2016 contre 83% en fin d'année 2014, alors que la capacité de désendettement atteindrait environ 8 années en 2016 (5,6 années en 2014). Cet endettement resterait modéré dans un contexte international.

Graphique 4



Départements : une pression forte sur l'épargne brute mais les besoins de financement devraient rester modérés du fait de la poursuite de l'ajustement graduel de l'effort d'investissement

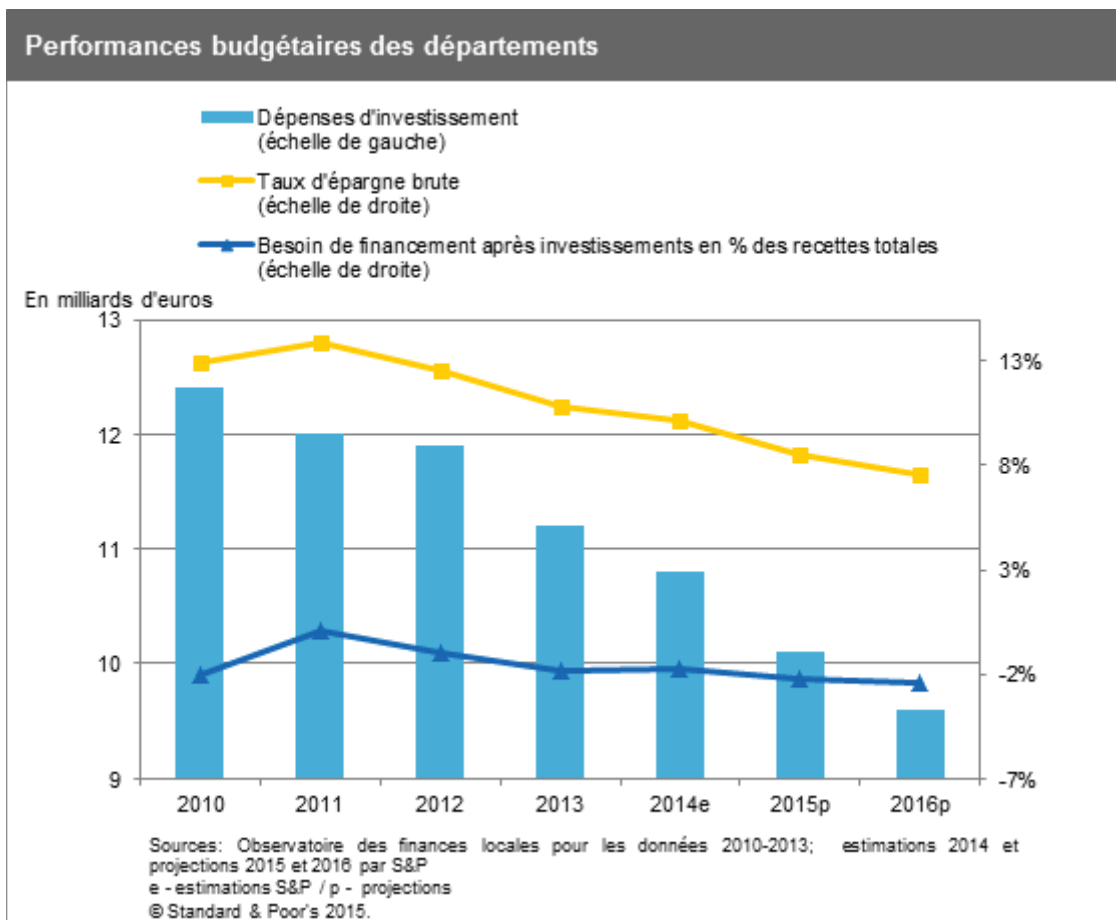
Les départements constituent l'échelon territorial pour lequel l'effet de ciseau budgétaire est le plus prononcé, du fait de recettes volatiles et de dépenses sociales dynamiques. Ces déséquilibres structurels nous ont conduit à revoir à la baisse notre appréciation du cadre institutionnel des départements le 5 décembre 2014 : nous le considérons désormais comme « évolutif mais équilibré », contre « très prévisible et équilibré » auparavant. En 2014, l'Etat a offert un court répit aux finances départementales en octroyant aux départements de nouvelles recettes. Ainsi, grâce au transfert des frais de gestion de la taxe foncière sur les propriétés bâties (841 millions d'euros) et à la capacité offerte aux départements de relever le taux de l'assiette de droit commun des droits de mutation à titre onéreux – utilisée par la quasi-totalité des départements (à l'exception de 11) leur permettant de dégager une recette complémentaire

d'environ 700 millions d'euros en 2014 -, les recettes de fonctionnement du bloc départemental ont augmenté de 2%. Ceci leur a permis de contenir l'érosion de leur taux d'épargne brute à 10% environ contre 11% en 2013, et ce malgré la hausse d'environ 3% de leurs dépenses de fonctionnement, sous l'effet notamment de dépenses sociales toujours dynamiques. De plus, du fait d'une baisse modérée de leurs dépenses d'investissement que nous évaluons à 3%, nous estimons que les départements ont été en mesure de réduire légèrement leurs besoins de financement à un niveau très modéré d'environ 1,5% des recettes totales en 2014, contre 2% environ en 2013.

Cependant, dès 2015, le bloc départemental fait face à une contrainte financière forte liée à l'amplification de la réduction des dotations de l'Etat. Les départements verront ces dotations diminuer de 1,15 milliard d'euros environ chaque année entre 2015 et 2017, soit environ 1,5% de leurs recettes de fonctionnement annuellement. Dans le même temps, nous estimons que les dépenses sociales devraient continuer à croître rapidement, en particulier le revenu de solidarité active qui représente environ 18% des dépenses de fonctionnement (+ 7,5% en 2015 et + 4% en 2016). Dès lors l'épargne brute du bloc départemental devrait être sous pression : elle devrait ainsi baisser à moins de 8% des recettes de fonctionnement en 2016 et ce malgré notre anticipation d'un renforcement de la maîtrise des dépenses de fonctionnement et d'un recours modéré au levier fiscal.

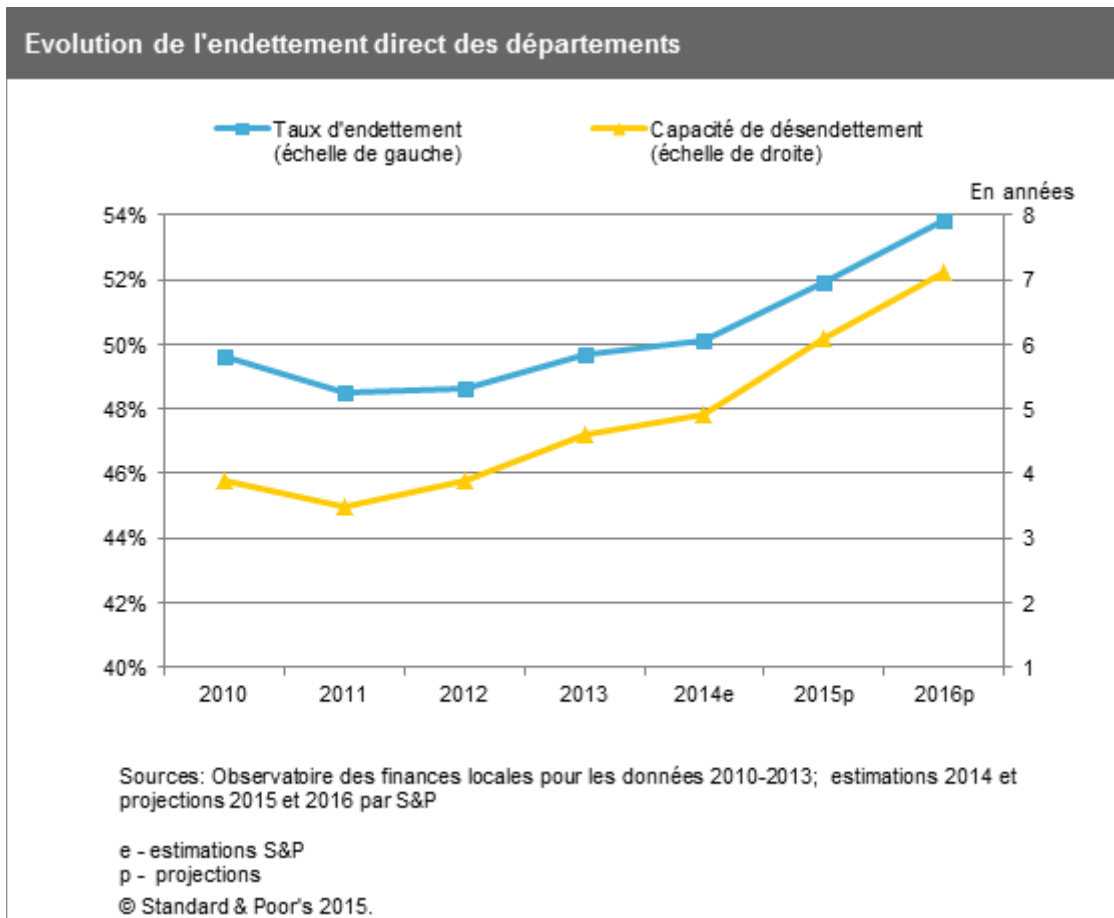
Néanmoins, du fait d'un ajustement relativement important de l'effort d'investissement en 2015 (- 7% en partie lié au cycle électoral) et en 2016 (-5%), les besoins de financement après investissements du bloc départemental devraient rester modérés à 2,2% des recettes totales en moyenne en 2015 et en 2016, contre 1,6% en 2014.

Graphique 5



Ainsi, le recours à l'emprunt des départements devrait s'élever à 4,5 milliards d'euros par an en 2015 et en 2016 (4 milliards d'euros estimés en 2014) alors que le remboursement annuel en capital de la dette devrait rester proche de 3 milliards d'euros. Par conséquent, l'encours de dette directe augmenterait légèrement pour atteindre 54% des recettes de fonctionnement en fin d'année 2016, contre 50% en fin d'année 2014. La capacité de désendettement resterait encore satisfaisante à 7 années environ en 2016 (moins de 4 années en 2014).

Graphique 6



Nous considérons que la réforme territoriale en cours ne devrait pas avoir d'impacts sur les tendances financières du bloc départemental jusqu'en 2016 : les transferts de compétences des départements aux régions ne devraient pas intervenir avant 2017 et pourraient être limités, les compétences relatives aux collèges et aux routes devant rester très probablement à l'échelon départemental. Par ailleurs, nous n'avons pas 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 et du Département du Rhône sur les 59 communes qui composent le territoire du Grand Lyon, car cela aurait rendu moins lisibles les tendances dégagées pour les blocs communaux et départementaux.

Régions : les besoins de financement resteront élevés mais sous contrôle notamment grâce à la maîtrise forte des dépenses de fonctionnement

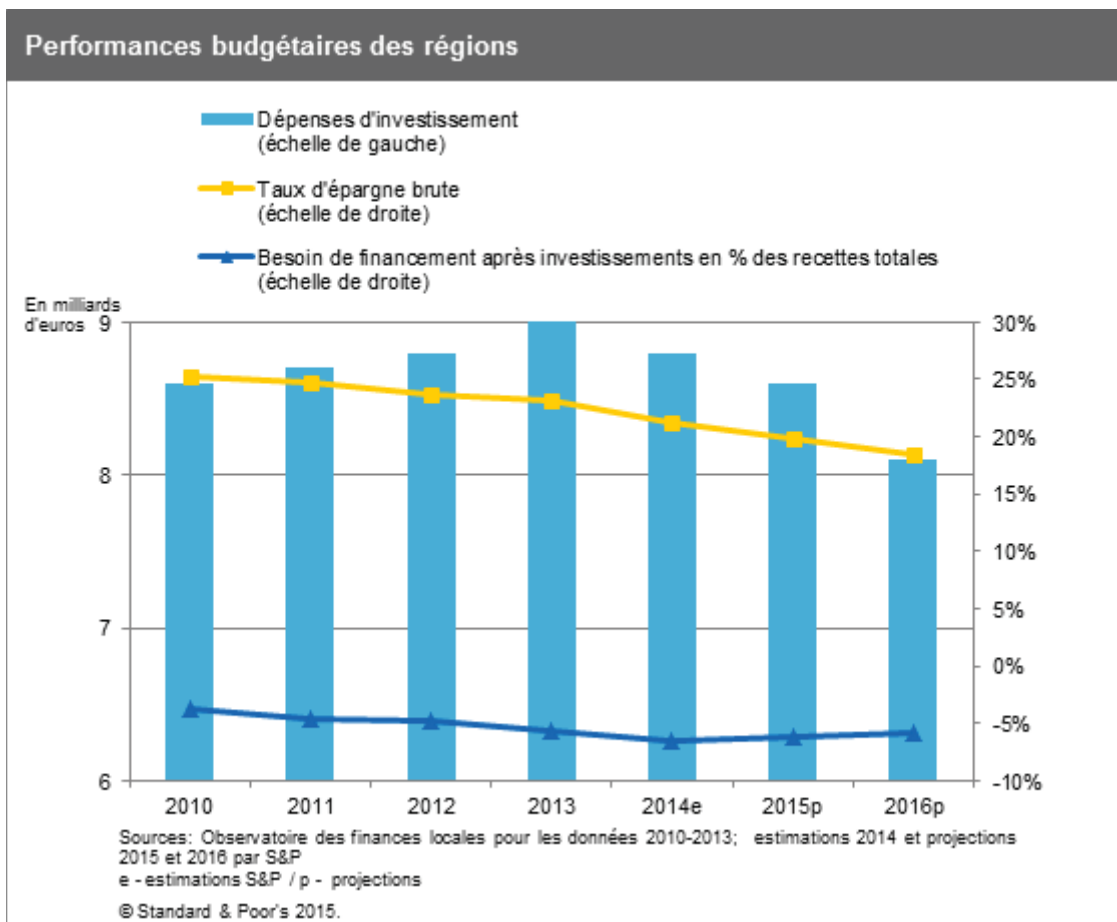
La majorité des recettes des régions sont constituées de transferts de l'Etat et de recettes fiscales très peu dynamiques (taxe sur les certificats d'immatriculation des véhicules, taxe intérieure de consommation sur les produits énergétiques). Dès lors, en 2014, en raison de la baisse des produits de la cotisation sur la valeur ajoutée des entreprises (-2,4% par rapport à 2013) combinée à la réduction de 184 millions d'euros des dotations de l'Etat et au remplacement des indemnités compensatrices forfaitaires aux apprentis par une prime d'apprentissage, les régions ont

connu pour la première fois une baisse de leurs recettes de fonctionnement, que nous estimons à 1,3%. Nous estimons que cette tendance négative devrait se poursuivre dans les deux prochaines années, les régions étant l'unique échelon territorial à connaître une baisse de ses recettes de fonctionnement. En effet, nous projetons une diminution de 1% en moyenne annuelle des recettes de fonctionnement du bloc régional du fait principalement de la décision de l'Etat de réduire de 11 milliards d'euros les dotations aux collectivités locales sur la période 2015-2017, dont environ 450 millions d'euros par an à la charge des régions, soit environ 2% de leurs recettes de fonctionnement annuellement.

Dès lors, malgré une maîtrise encore plus renforcée des dépenses de fonctionnement dont nous estimons la hausse à 1% environ en 2014 et que nous anticipons à moins de 1% en moyenne annuelle en 2015 et 2016 (contre 2,4% par an entre 2010 et 2013), l'épargne brute des régions devrait continuer à se détériorer à environ 18,5% des recettes de fonctionnements en 2016, contre 21% en 2014. Néanmoins, ce niveau d'épargne brute resterait élevé dans un contexte international.

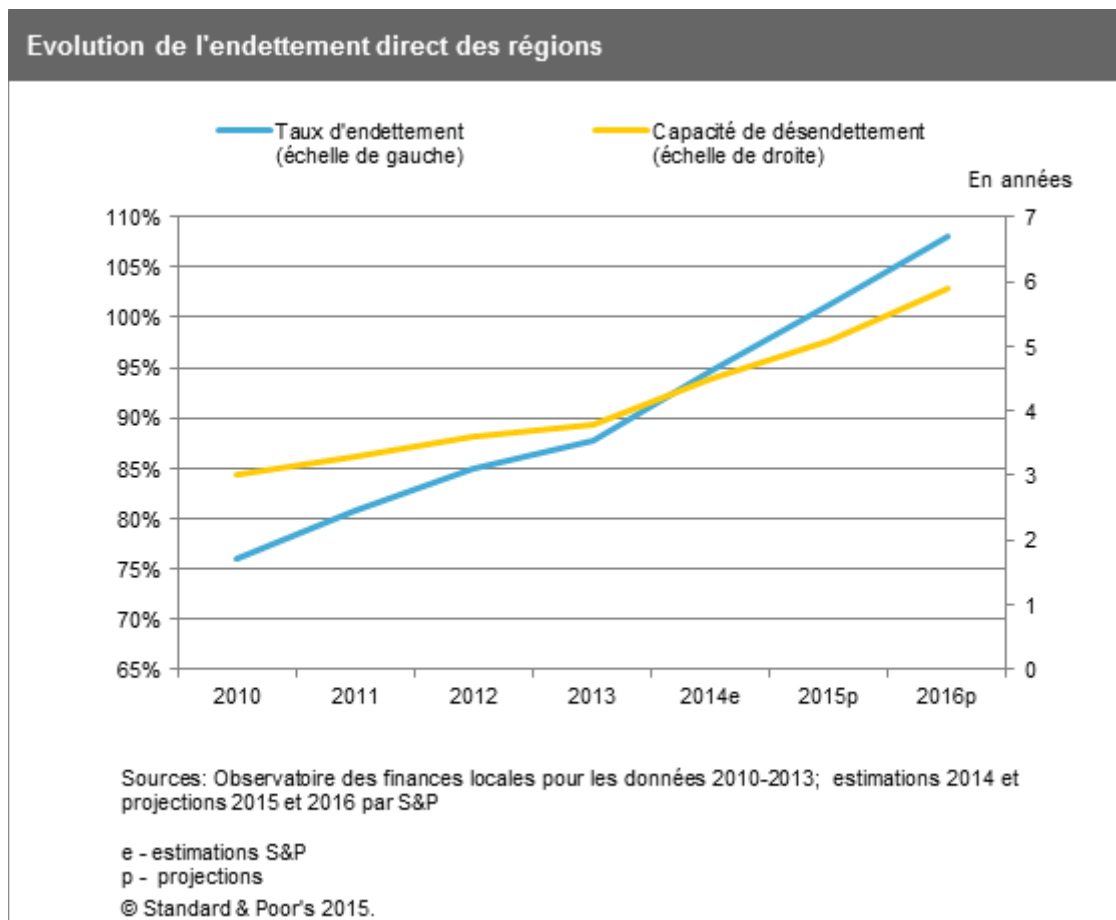
A l'inverse des autres échelons territoriaux français, nous avons anticipé l'année dernière le maintien d'un effort d'investissement élevé au niveau du bloc régional. Nous estimons que les dépenses d'investissement des régions n'ont diminué que de 2% en 2014 et nous anticipons un léger ajustement de même ampleur en 2015. Néanmoins, la baisse devrait être plus prononcée en 2016 (6% environ) en raison du cycle électoral (élections régionales de décembre 2015). Combiné à la maîtrise forte des dépenses de fonctionnement, les ajustements modérés de l'effort d'investissement devraient permettre au bloc régional de stabiliser ses besoins de financement après investissements à un niveau élevé de 6% des recettes totales en 2015 et 2016, équivalent aux résultats de 2014.

Graphique 7



Par conséquent, nous anticipons une quasi-stabilité du recours à l'emprunt des régions à environ 3,5 milliards d'euros par an en 2015 et en 2016, un niveau conforme à 2014, alors que le remboursement annuel en capital de la dette devrait rester proche de 2,2 milliards d'euros. Ainsi, le taux d'endettement direct des régions croîtrait rapidement pour atteindre un niveau élevé de 108% des recettes de fonctionnement en fin d'année 2016, contre 95% en 2014, en raison des besoins de financement élevés mais aussi de recettes de fonctionnement en baisse. Néanmoins, le bloc régional continuerait à présenter une capacité de désendettement favorable à moins de 6 années en 2016 (4,4 années en 2014).

Graphique 8

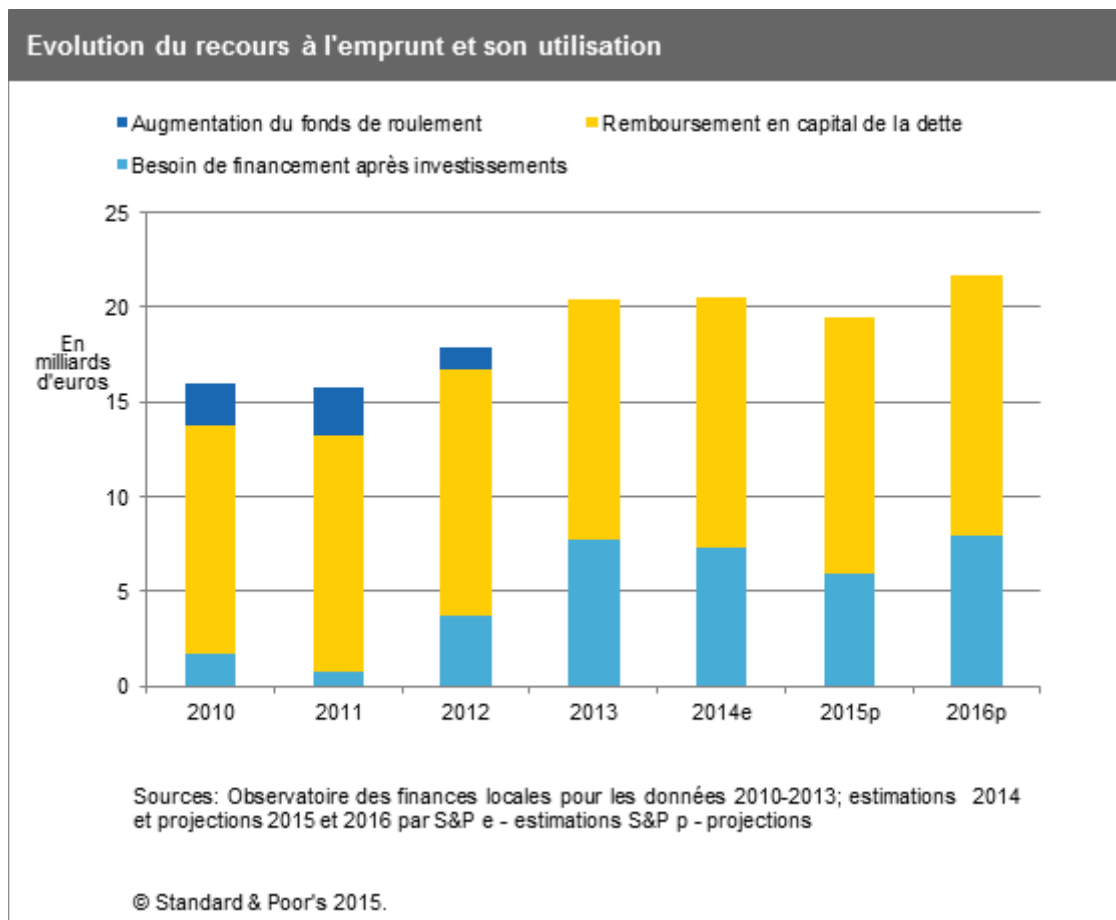


Nous considérons que la réforme territoriale en cours ne devrait pas avoir d'impacts sur les tendances financières du bloc régional jusqu'en 2016. D'une part, les économies d'échelle éventuelles liées à la refonte de la carte des régions au 1er janvier 2016 (passant de 22 à 13 régions en métropole) ne peuvent se réaliser selon nous qu'à long terme. D'autre part, les transferts de compétences des départements aux régions ne devraient pas intervenir avant 2017 et pourraient être limités, les compétences relatives aux collèges et aux routes devant rester très probablement à l'échelon départemental.

Un accès global à la liquidité important et des conditions de financement plus attractives cette année

Au cours des deux prochaines années, les collectivités locales françaises devraient maîtriser leur recours à l'emprunt grâce à des besoins de financement modérés mais aussi à l'utilisation de leur fonds de roulement qui s'est accru sur la période 2009-2012 lorsque les collectivités ont sur-emprunté dans un contexte de crise de liquidité. Cette utilisation du fonds de roulement devrait être concentrée au niveau du bloc communal, en particulier des petites et moyennes communes et intercommunalités.

Graphique 9



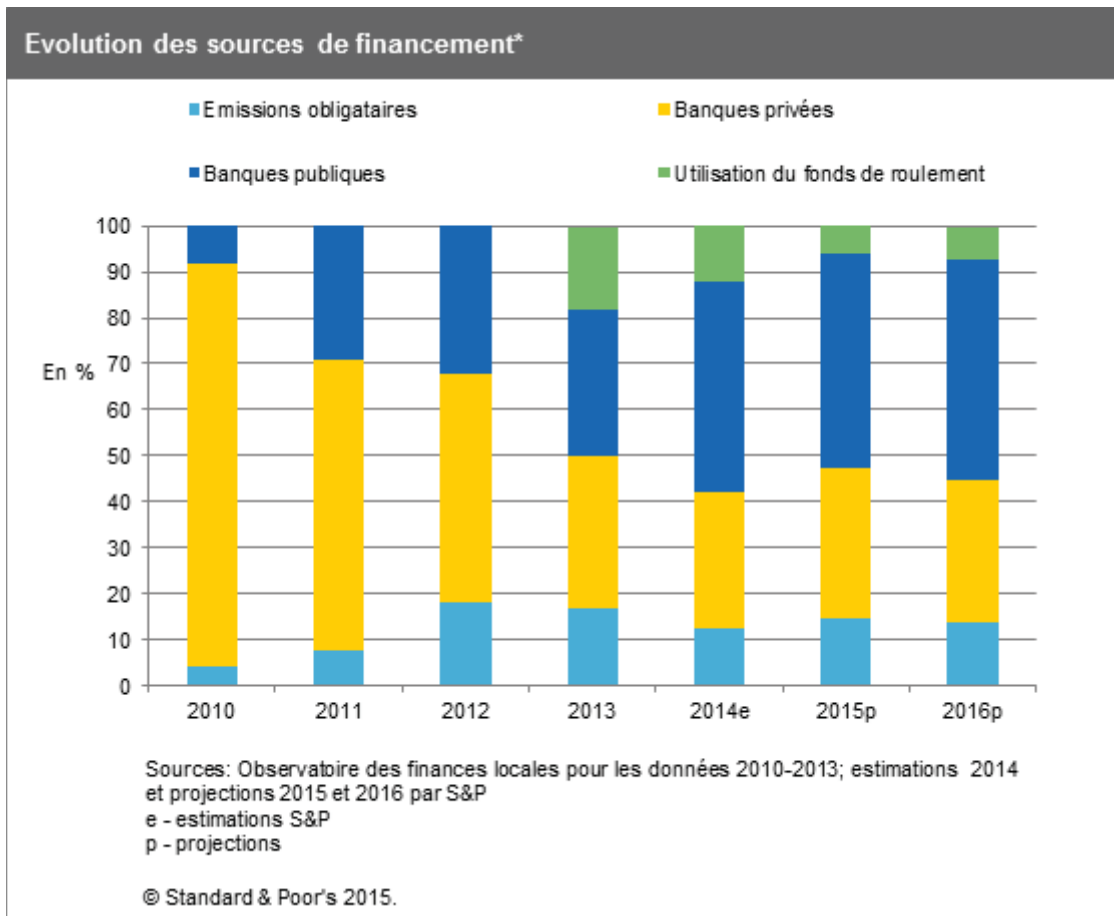
Comme nous l'anticipions l'année dernière, les modes de financement des collectivités locales françaises en 2014 ont été marqués par :

- Le recours continu au marché obligataire (placements publics et privés) qui apparaît comme un mode de financement structurel et permanent des collectivités représentant plus de 15% des sources de financement (hors ponction sur fonds de roulement) ;
- La montée en puissance des financements publics. Nous estimons que la Banque européenne d'investissement (BEI) et la Caisse des dépôts et consignations (CDC) ont représenté environ 30% des parts de marché en 2014. Par ailleurs, après une montée en puissance en 2013, La Banque Postale a représenté environ 20% des sources de financement en 2014. Son activité s'appuie notamment sur le refinancement effectif par la Société de Financement Local (SFIL).

En 2015, ces deux caractéristiques devraient rester des marqueurs du financement des collectivités locales françaises : l'accès au marché obligataire sur une base individuelle devrait continuer à représenter plus de 15% des sources de financement et la présence des banques publiques, en particulier la BEI, devrait rester forte. Cependant, les financements directs via la BEI restent généralement concentrés sur des projets d'investissement importants et ne bénéficient donc généralement pas aux petites et moyennes collectivités. Par ailleurs, 2015 verra également l'entrée sur le marché du financement des collectivités locales d'un nouvel acteur au travers de l'AFL. Au 6 février 2015, l'AFL

comptait 91 membres et sa capitalisation était forte avec un capital social de 55 millions d'euros sur un engagement de 110 millions d'euros. L'objectif de l'AFL est de couvrir graduellement 25% du recours à l'emprunt des collectivités locales françaises soit 4/5 milliards d'euros par an ce qui devrait accroître la diversification des modes de financement. Nous n'avons pas inclus l'AFL dans le graphique ci-dessous, celle-ci étant à ce jour en phase de lancement et nous n'avons pas de visibilité suffisante sur son activité cette année.

Graphique 10



Grâce à cet accès global à la liquidité important et diversifié, nous anticipons une baisse du coût moyen du recours à l'emprunt en 2015, 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. Ainsi, nous estimons que le coût moyen de la dette des collectivités locales pourrait de nouveau baisser en 2015. Néanmoins, certaines collectivités pourraient faire face à une augmentation du coût moyen de leur dette du fait de leur exposition à des emprunts structurés, notamment ceux dont l'indexation est liée à la parité euro/franc suisse. L'Etat a mis en place un fonds de soutien dont le montant a été doublé en février 2015 à 3 milliards d'euros sur 15 ans. Ce fonds a pour objectif d'apporter une aide aux collectivités locales les plus fortement exposées à des emprunts structurés en prenant à sa charge une part de l'indemnité de remboursement anticipé. Ces remboursements anticipés ne sont pas inclus dans nos projections de remboursement annuel en capital de la dette et n'ont donc pas

d'impact sur nos anticipations en matière de recours à l'emprunt.

Cependant, nous notons que cet accès important à la liquidité ne bénéficie pas à l'ensemble des collectivités locales françaises, notamment les petites et moyennes collectivités et/ou celles dont les qualités de crédit sont faibles. En effet, si les collectivités locales notées par Standard & Poor's le sont dans des catégories de notes élevées (de 'A' à 'AA »), ces collectivités ne sont que 28 (hors syndicats mixtes de transport et la Polynésie française) pour un total de plus de 36 000. Néanmoins, ces 28 collectivités représentent plus de 18% de la dette directe totale des collectivités françaises.

Tableau 1

Liste des collectivités locales françaises notées par S&P*	
Entités	Notes actuelles
Aquitaine (Région)	AA/Négative/A-1+
Auvergne (Région)	AA-/Stable/A-1+
Bas-Rhin (Département du)	A+/Stable/A-1
Cannes (Ville de)	AA/Négative/--
Centre (Région)	AA/Négative/A-1+
Champagne-Ardenne (Région)	AA-/Stable/A-1+
Dordogne (Département de la)	A+/Stable/A-1
Dunkerque (Communauté urbaine de)	A+/Stable/--
Essonne (Département de l')	A+/Négative/A-1
Eure (Département de l')	AA-/Stable/A-1+
Franche-Comté (Région)	AA/Négative/A-1+
Gironde (Département de la)	AA-/Stable/A-1+
Grenoble-Alpes Métropole (Communauté d'agglomération)	A+/Stable/A-1
Hauts-de-Seine (Département des)	AA/Négative/A-1+
Ile-de-France (Région)	AA/Négative/A-1+
Languedoc-Roussillon (Région)	AA-/Stable/A-1+
Limousin (Région)	AA/Négative/--
Lyon (Ville de)	AA/Négative/A-1+
Marseille (Ville de)	A/Stable/A-1
Meuse (Département de la)	A+/Négative/A-1
Nord-Pas De Calais (Région)	A+/Stable/A-1
Oise (Département de l')	A+/Stable/--
Paris (Ville de)	AA/Négative/A-1+
Pays de la Loire (Région)	AA/Négative/A-1+
Rhône-Alpes	AA-/Stable/A-1+
Saint-Quentin-en-Yvelines (Communauté d'agglomération de)	A+/Stable/A-1
Seine-et-Marne (Département de)	A+/Négative/A-1
Tours Plus (Communauté d'Agglomération de)	A+/Stable/--

* au 18 mars 2015 (hors syndicats mixtes de transport et la Polynésie Française)

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.

Copyright © 2015 par Standard & Poor's Financial Services LLC. Tous droits réservés.

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.

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