
Collectivités locales françaises : l'heure de la relance de l'investissement ?

Analyste principal:

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

Analystes secondaires:

Christophe Dore, Paris, (33) 1-4420-6665; christophe.dore@spglobal.com

Youssef Ait Benasser, Paris, +33144206761; youssef.benasser@spglobal.com

Ghita Lamriki, Paris +33(0)144206709; ghita.lamriki@spglobal.com

Assistant de recherche:

Leo Renaudin

Sommaire

Vue d'ensemble

Les efforts de gestion des collectivités et de meilleures perspectives sur leurs recettes devraient leur permettre de contenir leurs besoins de financement

Bloc communal : l'autofinancement assez élevé et des tirages sur fonds de roulement permettraient une relance de l'investissement tout en stabilisant le recours à l'emprunt

Départements : des besoins de financement croissants sous l'effet de la contribution au redressement des finances publiques et de la reprise de l'investissement

Régions : des besoins de financement en réduction grâce à d'importants efforts de gestion

Une offre de financement importante et diversifiée à des conditions toujours favorables

Sommaire (suite)

Rapports associés

Collectivités locales françaises : l'heure de la relance de l'investissement ?

S&P Global Ratings estime que le recours à l'emprunt de l'ensemble des collectivités locales françaises (villes, groupements à fiscalité propre, départements et régions) a atteint 16 milliards d'euros environ en 2016, un niveau inférieur aux près de 18 milliards d'euros de nos prévisions de l'année dernière, grâce notamment à une forte maîtrise des dépenses de fonctionnement. Nous prévoyons que le recours à l'emprunt devrait augmenter mais rester maîtrisé à moins de 18 milliards d'euros en 2017 et 2018.

L'ensemble des échelons territoriaux ont montré leur capacité à absorber les réductions des dotations de l'Etat depuis 2014. Les périmètres géographiques et de compétences sont désormais globalement stabilisés suite à la réforme territoriale. De plus, les indicateurs commencent progressivement à passer au vert pour les finances locales, en particulier celles du bloc communal qui serait en mesure de relancer ses investissements tout en stabilisant son recours à l'emprunt au cours des deux prochaines années. L'augmentation globale attendue du recours à l'emprunt en 2017-2018 résulterait ainsi essentiellement des besoins de financement en hausse pour le bloc départemental qui reste l'échelon territorial le plus fragile financièrement. Par ailleurs, nous estimons que le remboursement en capital de la dette devrait désormais dépasser 14 milliards d'euros annuellement, contribuant aussi, mais dans une moindre mesure, à la hausse du recours à l'emprunt.

Dès lors, nous anticipons une hausse graduelle mais contenue de la dette directe des collectivités locales françaises dont l'encours s'élèverait à 154 milliards d'euros en fin d'année 2018, soit 77% des recettes de fonctionnement, contre 75% en fin d'année 2016. En comparaison internationale, ce niveau d'endettement resterait modéré.

Nous estimons que la majorité des collectivités locales françaises devrait continuer à bénéficier en 2017 et en 2018 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. Le financement des collectivités locales devrait rester marqué par la diversification des sources de financement. Nous anticipons en particulier un maintien, voire un renforcement, du recours au marché obligataire et aux titres négociables à court terme (anciennement dénommés billets de trésorerie) et une présence toujours majoritaire des banques publiques, dans un contexte de léger renforcement de la part de marché des banques commerciales privées.

Vue d'ensemble

- Les collectivités locales françaises ont montré leur capacité à faire face à la baisse des dotations de l'Etat depuis 2014 par une maîtrise forte de leurs dépenses de fonctionnement et un ajustement des dépenses d'investissement.
- Les voyants pourraient passer graduellement au vert en ce qui concerne leurs recettes en 2017 et 2018. Dès lors, grâce à leurs efforts de gestion, les collectivités locales françaises pourraient relancer plus fortement leurs investissements, après une première amorce en 2016, tout en maîtrisant le recours à l'emprunt.
- Nous anticipons une offre de financements externes toujours importante et diversifiée et de conditions de financement toujours attractives.
- Néanmoins, cette situation financière globale plus favorable continuerait à masquer certaines tensions financières

individuelles, notamment au sein du bloc départemental, et resterait marquée par certaines incertitudes institutionnelles et conjoncturelles.

Les efforts de gestion des collectivités et de meilleures perspectives sur leurs recettes devraient leur permettre de contenir leurs besoins de financement

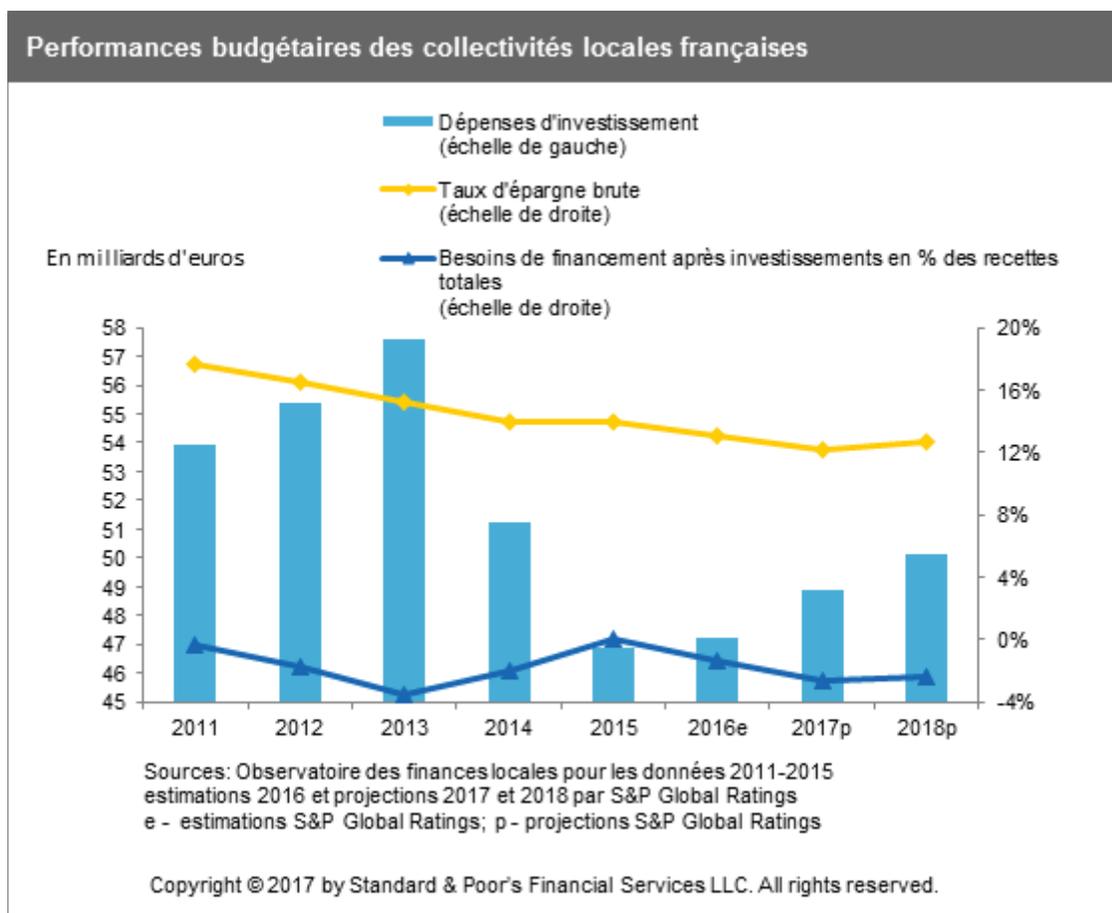
Après une légère baisse en 2016, nous estimons que les recettes de fonctionnement des collectivités locales françaises repartiront à la hausse dès 2017, et ce malgré la faible revalorisation des valeurs locatives -servant de base à la fiscalité directe locale- et l'élargissement des variables d'ajustement de l'enveloppe normée décidés en loi de finances pour 2017. Par rapport à nos hypothèses de l'année dernière, les collectivités locales bénéficieront notamment de la diminution de moitié de la contribution du bloc communal au redressement des finances publiques, du fonds de soutien exceptionnel de 450 millions d'euros mis en place pour les régions en 2017 afin de soutenir leurs dépenses de développement économique et d'un niveau structurellement supérieur de droits de mutation à titre onéreux (qui ont connu une croissance de 7% environ en 2016, portée notamment par une forte dynamique des transactions). De plus, la dotation globale de fonctionnement (DGF) des régions pourrait être remplacée par une fraction de la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) en 2018, ce qui aurait un impact positif sur le dynamisme des recettes.

Par ailleurs, nous estimons que les collectivités locales françaises devraient continuer leurs efforts de gestion au cours des deux prochaines années leur permettant de maintenir la hausse annuelle de leurs dépenses de fonctionnement à moins de 1,2%.

Dès lors, après une baisse graduelle depuis 2011, les collectivités locales françaises seraient désormais en mesure de dégager un taux d'épargne brute relativement stable à 12%/13% en 2017-2018, un niveau favorable en comparaison internationale.

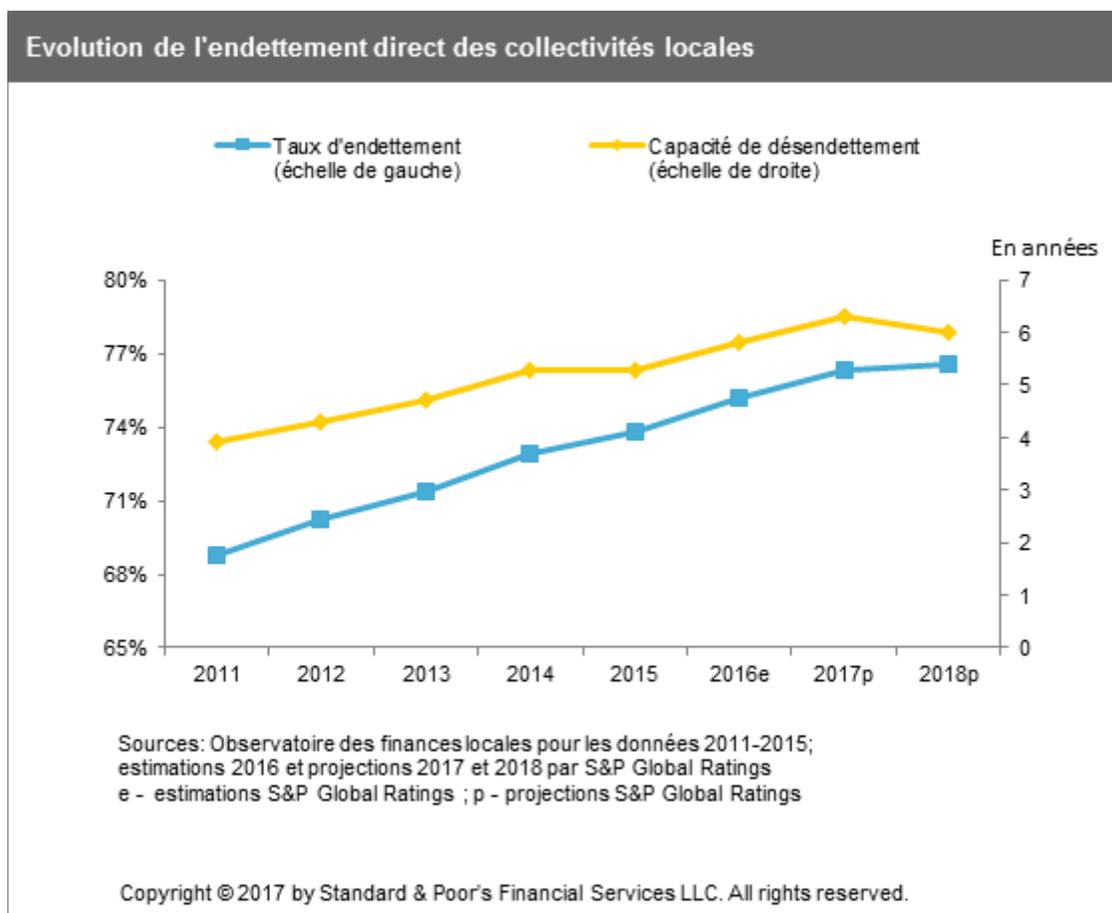
Ainsi, nous considérons que les collectivités locales françaises seraient en mesure d'accroître leur effort d'investissement dans les prochaines années, après une légère reprise en 2016. Cette relance de l'investissement serait principalement soutenue par le bloc communal, qui bénéficie du fonds de soutien à l'investissement local, et dans une moindre mesure par les départements. Nous estimons que les dépenses d'investissement devraient à nouveau dépasser les 50 milliards d'euros en 2018. Bien qu'en augmentation, les besoins de financement des collectivités locales françaises resteraient modérés à 2,5% des recettes totales environ en moyenne en 2017 et 2018.

Graphique 1



Nos prévisions se fondent également sur une plus forte utilisation du fonds de roulement à 2 milliards d'euros par an environ en 2017 et 2018, principalement au niveau du bloc communal. Ainsi, les collectivités locales françaises contiendraient leur recours à l'emprunt à moins de 18 milliards d'euros par an environ, alors que le remboursement en capital de la dette dépasserait 14 milliards d'euros. Dès lors, l'évolution de l'encours de dette directe des collectivités locales serait maîtrisée avec un taux d'endettement de 77% en fin d'année 2018 (75% en fin d'année 2016) et une capacité de désendettement stable à un niveau très satisfaisant de 6 années.

Graphique 2



Cette trajectoire budgétaire favorable reste dépendante de décisions qui seront prises après les élections nationales de 2017 notamment en ce qui concerne l'évolution des dotations de l'Etat.

Bloc communal : l'autofinancement assez élevé et des tirages sur fonds de roulement permettraient une relance de l'investissement tout en stabilisant le recours à l'emprunt

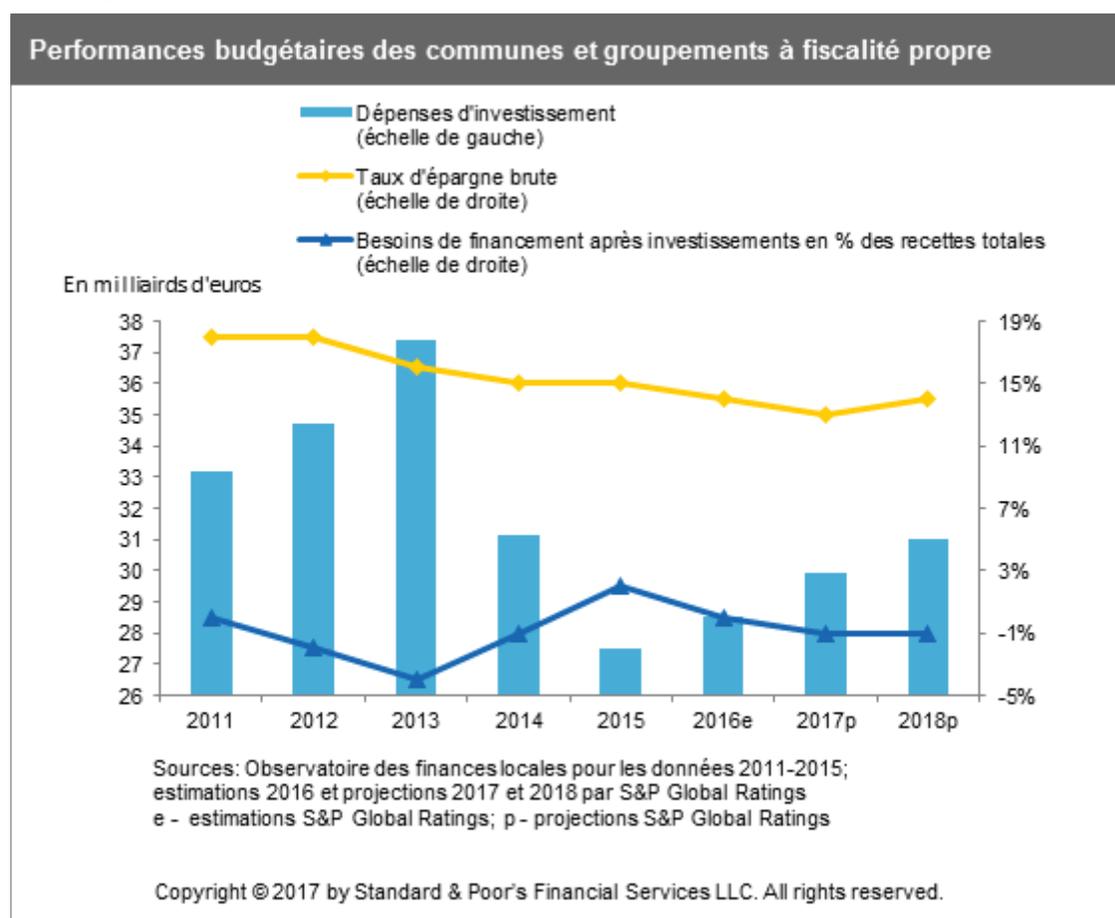
Les recettes des communes et des groupements à fiscalité propre bénéficieront positivement des décisions prises par l'Etat dans le cadre de la loi de finances pour 2017. Ainsi, la diminution par moitié de la contribution du bloc communal au redressement des finances publiques se traduit par une moindre perte de recettes de 1 milliard d'euros en 2017, et nous prenons l'hypothèse d'une stabilisation des dotations en 2018. Dans un contexte de poursuite des efforts de gestion avec une hausse des dépenses de fonctionnement de 1,2% en moyenne annuelle, nous anticipons une quasi-stabilisation du taux d'épargne brute à 13% d'ici à 2018. De plus, le bloc communal bénéficiera de la reconduction du fonds de soutien à l'investissement local en 2017 porté à 1,2 milliard d'euros après 1 milliard d'euros en 2016.

Ces éléments favorables devraient permettre aux communes et aux groupements à fiscalité propre d'augmenter leur

effort d'investissement de 4% à 5% en moyenne annuelle au cours des deux prochaines années pour dépasser les 30 milliards d'euros en 2018 tout en maintenant des besoins de financement modérés inférieurs à 1,5% des recettes totales.

Toutefois, en sus d'une potentielle nouvelle baisse des dotations de l'Etat qui pourrait être décidée après les élections nationales de 2017, des incertitudes demeurent aussi du fait de l'entrée en vigueur de la nouvelle carte intercommunale au 1er janvier 2017. Les fusions et les recompositions qu'elles supposent nécessitent en effet une période d'ajustement durant laquelle les engagements, notamment en matière d'investissement, pourraient être décalés.

Graphique 3

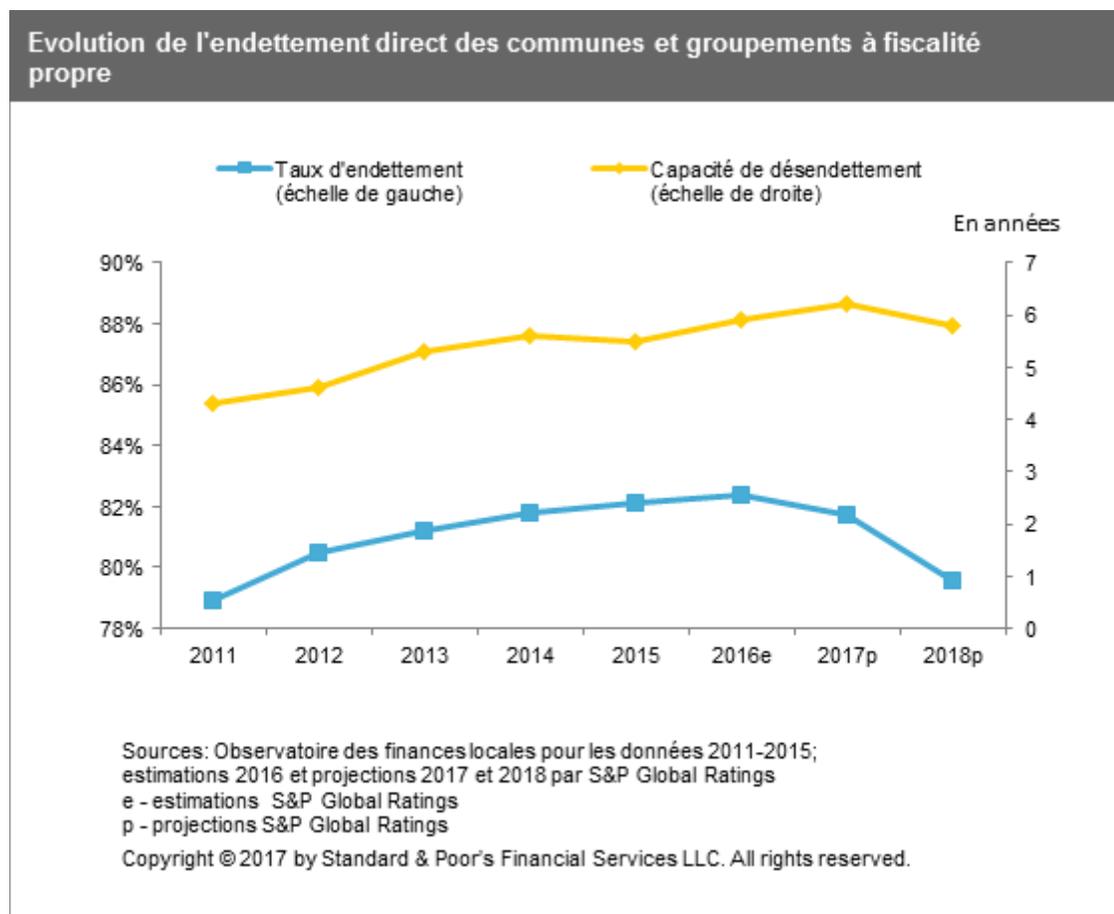


Malgré l'augmentation de leurs besoins de financement après investissements, le recours à l'emprunt des communes et des groupements à fiscalité propre devrait rester stable en 2017 et 2018 par rapport à 2016 grâce à l'utilisation d'une partie de leur fonds de roulement. Les emprunts nouveaux (que nous estimons à 8/8,5 milliards d'euros par an environ) seraient quasi-équivalents au remboursement annuel de la dette, ce qui se traduirait par une stabilisation de l'encours de dette.

Dès lors, le taux d'endettement du bloc communal décroîtrait légèrement à 80% en fin d'année 2018, contre 82% en fin

d'année 2016, alors que la capacité de désendettement se stabiliserait à 6 années environ. Cet endettement resterait modéré dans un contexte international.

Graphique 4



Départements : des besoins de financement croissants sous l'effet de la contribution au redressement des finances publiques et de la reprise de l'investissement

Les départements demeurent particulièrement affectés par la réduction des concours financiers de l'Etat compte tenu de la volatilité importante de leurs recettes et de dépenses sociales toujours dynamiques, bien qu'en forte décélération s'agissant du revenu de solidarité active (RSA).

Malgré cette exposition à des effets de ciseau budgétaires, la participation à l'effort de redressement des finances publiques a été maintenue à 1,15 milliard d'euros en 2016, comme en 2015. Grâce à une maîtrise renforcée des dépenses de fonctionnement, dont nous estimons la croissance à 1% en 2016, et au dynamisme important des recettes fiscales (+5% environ pour la taxe sur le foncier bâti incluant un effet taux et +7% environ pour les droits de mutation à titre onéreux), le taux d'épargne brute de l'échelon départemental est resté quasi-stable à 10% environ en 2016. Du fait d'un léger ajustement des dépenses d'investissement (-2%), les départements sont aussi parvenus à maintenir des

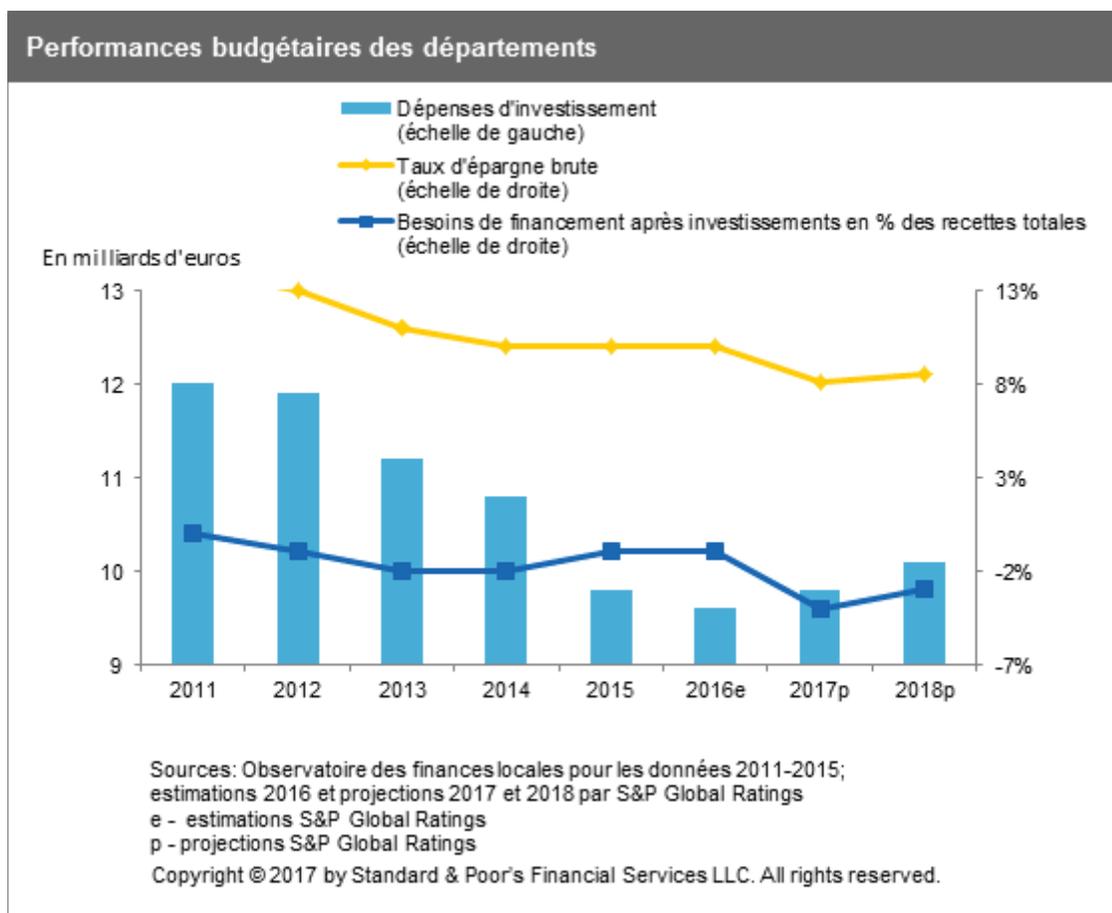
besoins de financement relativement stables et très modérés à 1% des recettes totales en 2016.

Pour les années à venir, nous anticipons que les départements maintiendront une forte maîtrise de leurs dépenses de fonctionnement (+1% par an en moyenne à périmètre constant) dans un contexte de net ralentissement de la croissance des dépenses de RSA (+2% par an en moyenne sur la période 2017-2018 contre plus de 6% par an entre 2013 et 2016). Cependant, leur contribution au redressement des finances publiques est maintenue à 1,15 milliard d'euros en 2017 au titre de la baisse de la DGF, à laquelle s'ajoute 200 millions d'euros au titre des variables d'ajustement de l'enveloppe normée essentiellement concentrés sur leur dotation de compensation de la réforme de la taxe professionnelle (DCRTP). À la baisse des concours financiers de l'Etat s'ajoute le transfert de 51,5% de la cotisation sur la valeur ajoutée des entreprises (CVAE) départementale aux régions en compensation du transfert des compétences de transports interurbain et scolaire, ce qui aura un impact négatif en terme de dynamisme des recettes fiscales, l'attribution de compensation versée par les régions étant figée. Si l'impact en termes de volumes budgétaires est limité pour les départements d'Ile-de-France, le STIF - autorité organisatrice des transports franciliens - y étant en charge des transports interurbains, ceux-ci se voient également privés de la dynamique de la CVAE.

Par conséquent, nous considérons que le taux d'épargne brute des départements devrait repartir à la baisse pour atteindre 8% environ en 2018. Nos projections se fondent sur une stabilisation de la DGF en 2018, élément qui reste à ce jour incertain.

Malgré une érosion de l'épargne brute, S&P Global Ratings anticipe une légère reprise de l'effort d'investissement du bloc départemental en 2017-2018 après des baisses très importantes depuis 2009. Cette trajectoire devrait se traduire par des besoins de financement accrus mais restant relativement modérés à moins de 4% des recettes totales (contre 1% en 2016).

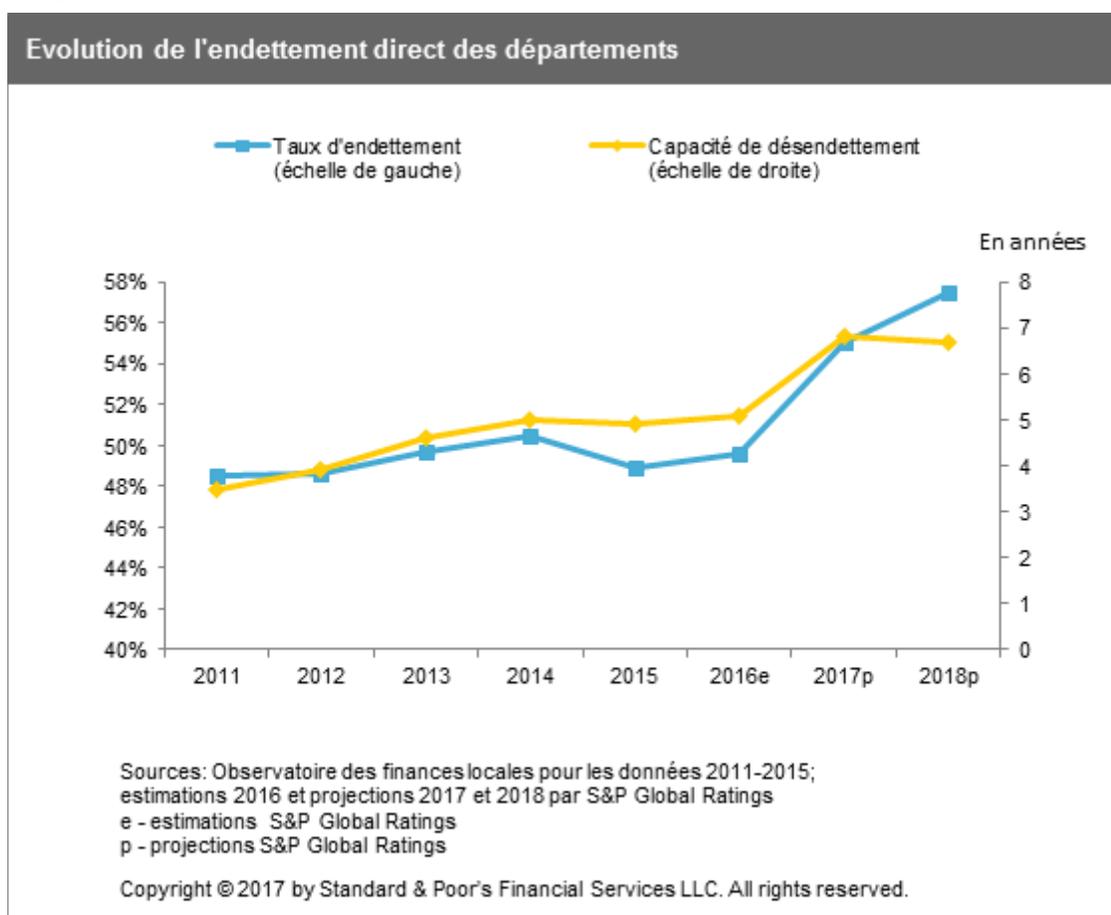
Graphique 5



Ainsi, nous projetons un recours à l'emprunt en augmentation sur la période 2017-2018 (environ 5 milliards d'euros par an, contre 3,8 milliards en moyenne sur la période 2013-2016), 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 assez rapidement pour atteindre 58% des recettes de fonctionnement en fin d'année 2018, contre 50% en fin d'année 2016 selon nos estimations. Ce niveau d'endettement resterait modéré en comparaison internationale. La capacité de désendettement resterait satisfaisante à 7 années environ en 2018, contre 5 années en 2016.

Graphique 6



Régions : des besoins de financement en réduction grâce à d'importants efforts de gestion

Comme nous l'avions anticipé dans notre étude de février 2016, nous estimons que les recettes de fonctionnement des régions ont baissé de plus de 1% en 2016 sous l'effet principalement de leur contribution de 451 millions d'euros au redressement des finances publiques. Nous considérons que la contrainte sur les recettes régionales devrait se desserrer lors des deux prochaines années grâce notamment au fonds de soutien exceptionnel de 450 millions d'euros mis en place en 2017. Ce fonds vise à soutenir leurs dépenses de développement économique et devrait, comme la DGF régionale, être remplacé par une fraction de la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) à partir de 2018. Cette fraction de TVA, ainsi que le transfert de 25 points de part de CVAE des départements aux régions (doublant en pratique la CVAE perçue par les régions) dans le cadre des transferts de compétences de la loi NOTRe, renforceront le dynamisme des recettes régionales.

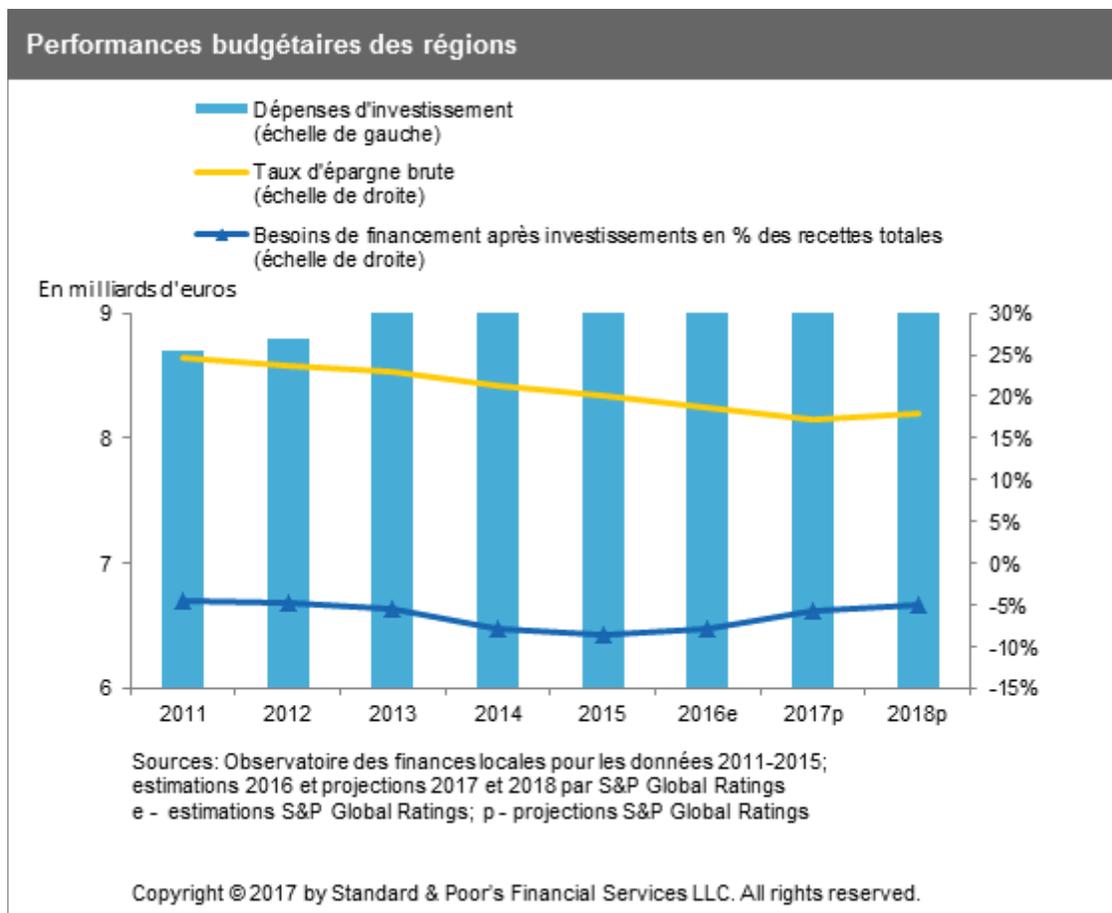
De plus, les régions témoignent d'une très forte maîtrise de leurs dépenses de fonctionnement grâce à leurs efforts de gestion et au caractère plus compressible de leurs dépenses de fonctionnement en comparaison des autres échelons territoriaux. Nous estimons qu'elles ont été en mesure de stabiliser leurs dépenses de fonctionnement en 2016 et nos

projections pour 2017-2018 se fondent à nouveau sur une stabilité (hors transferts de compétences).

Ainsi, les régions pourraient renforcer leur montant d'épargne brute à près de 5 milliards d'euros en 2018 contre notre estimation de 4,2 milliards d'euros en 2016. La légère baisse de leur taux d'épargne brute à 17%/18% serait uniquement liée à un effet dénominateur relatif à l'impact du transfert de CVAE sur leurs recettes de fonctionnement.

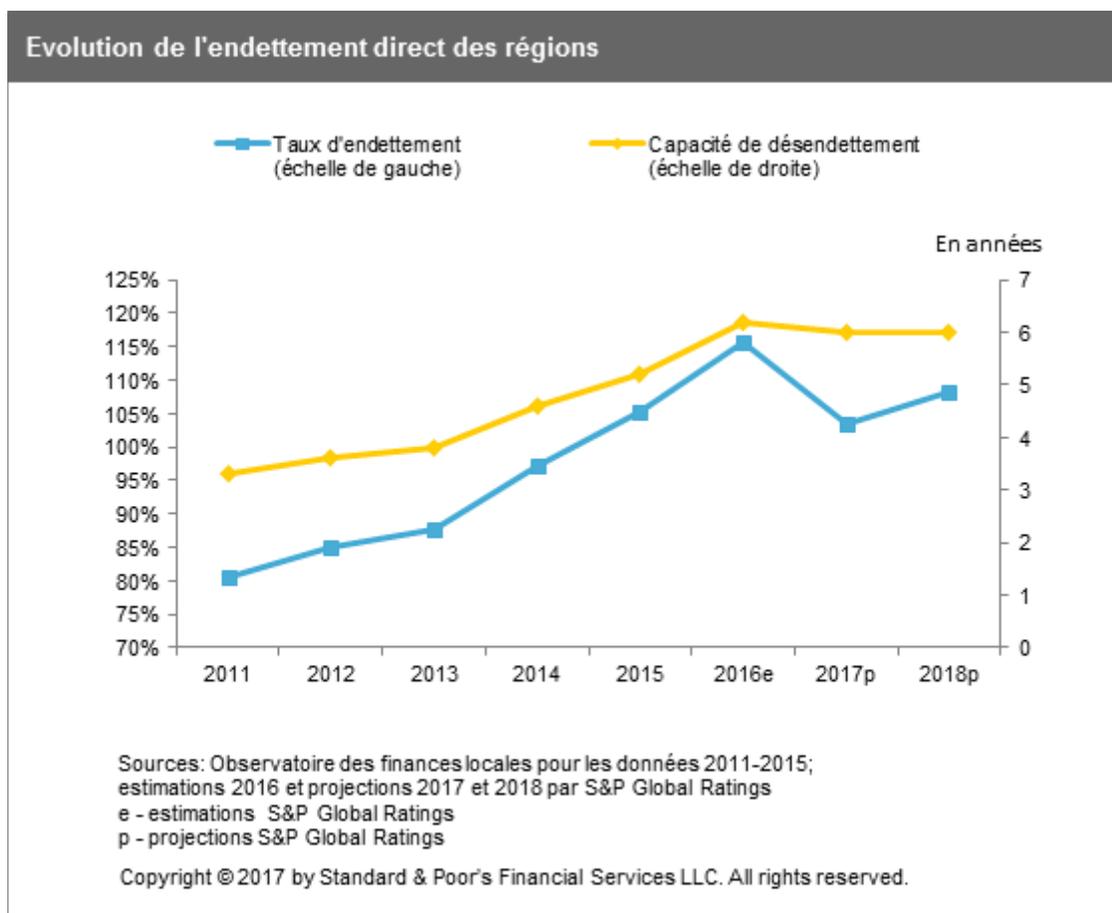
Combinée à notre anticipation de dépenses d'investissement stables, cette amélioration de l'autofinancement permettrait aux régions de réduire leurs besoins de financement.

Graphique 7



Dès lors, le recours à l'emprunt des régions resterait stable à 4 milliards d'euros environ et ce malgré l'augmentation du remboursement en capital de la dette qui devrait dépasser 2,5 milliards d'euros. Le taux d'endettement direct des régions devrait baisser fortement à 104% en 2017 (116% en 2016) grâce au transfert de CVAE puis repartir légèrement à la hausse à 108% en 2018, ce qui reste élevé en comparaison internationale. Néanmoins, le bloc régional continuerait à présenter une capacité de désendettement favorable de 6 années en 2018, stable par rapport à 2016.

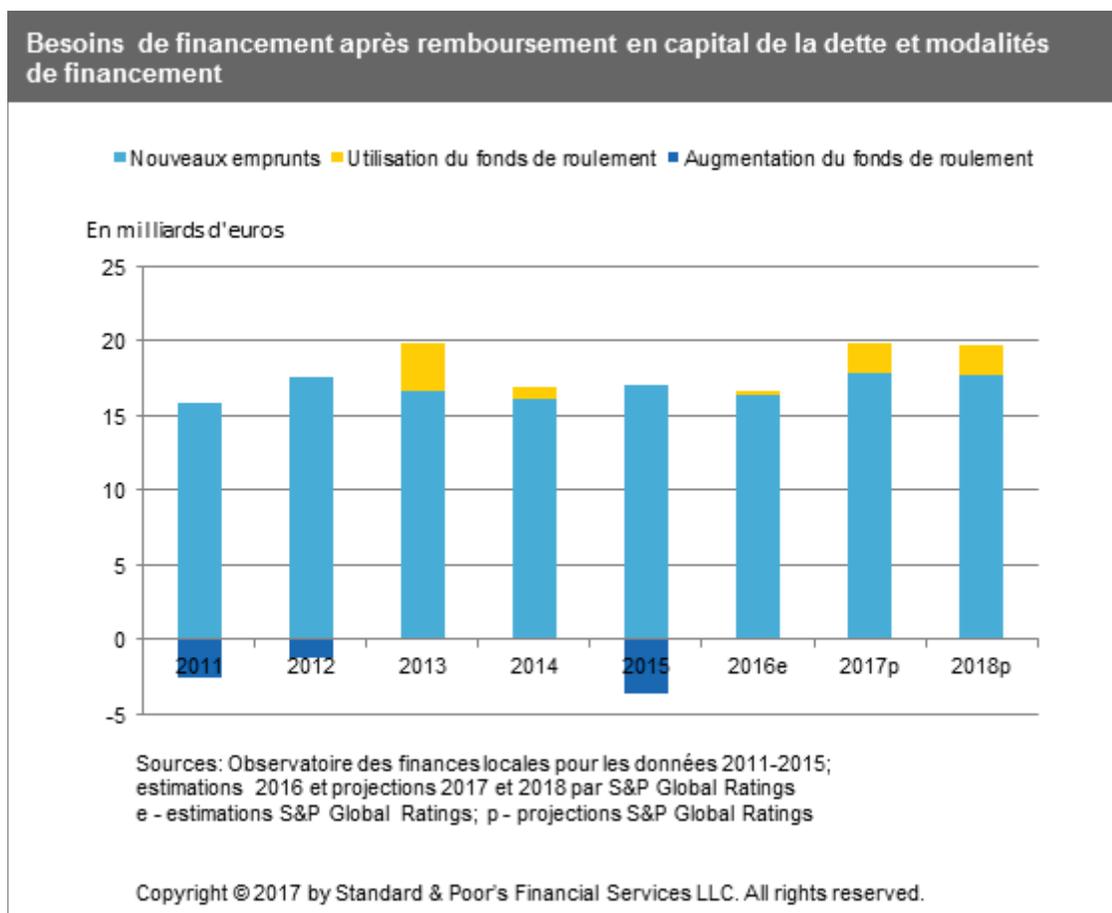
Graphique 8



Une offre de financement importante et diversifiée à des conditions toujours favorables

Après une réduction à 16 milliards d'euros environ en 2016, nous estimons que le recours à l'emprunt des collectivités locales françaises devrait augmenter mais rester maîtrisé à moins de 18 milliards d'euros par an en 2017 et 2018. Nos anticipations pour les deux prochaines années intègrent une augmentation de l'utilisation du fonds de roulement qui offre des capacités de tirage conséquentes aux collectivités.

Graphique 9



Comme nous l'anticipions dans nos publications l'année dernière, les modes de financement à long terme des collectivités locales françaises en 2016 ont été marqués par :

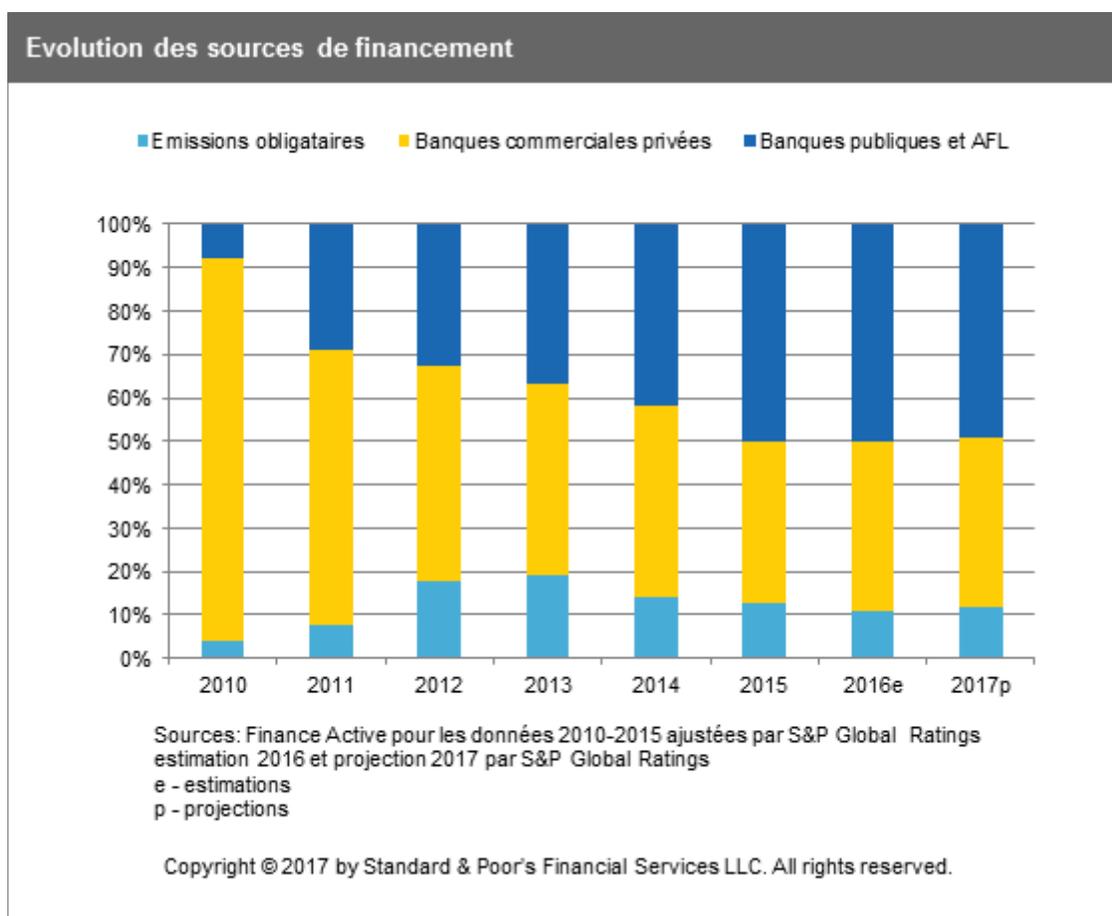
- La présence forte des financements publics qui ont constitué plus de 50% des flux annuels de crédit. Néanmoins, par rapport à nos projections de l'année dernière, nous notons un positionnement renforcé de la Banque Postale qui représenterait environ 25% des financements à long terme aux collectivités locales françaises. Concernant la part de marché prise par la Banque européenne d'investissement (BEI) et la Caisse des dépôts et consignations (CDC), elle serait en retrait mais resterait supérieure à 20%. Enfin, l'Agence France Locale (AFL) dépasserait les 3% de part de marché ;
- Le recours continu au marché obligataire (placements publics et privés), bien qu'en retrait en termes de part de marché mais quasi-stable en ce qui concerne le nombre d'émetteurs, qui reste un mode de financement structurel des collectivités représentant 11% des sources de financement environ en 2016 (12,5% en 2015).

L'année 2016 a aussi vu un léger renforcement du financement bancaire privé dont nous estimons la part de marché à 40% environ.

Par ailleurs, le recours au marché des titres négociables à court terme (anciennement dénommés billets de trésorerie) est resté significatif en 2016 et les collectivités notées par S&P Global Ratings ont continué à bénéficier d'émissions à taux négatifs.

Au cours des deux prochaines années, nous estimons que la répartition de ces sources de financement devrait rester relativement stable. Néanmoins, l'accès au marché obligataire sur une base individuelle devrait repartir à la hausse, avec de nouveaux entrants en particulier parmi les régions issues des fusions au 1er janvier 2016. Cela pourrait aussi être le cas des communes nouvelles les plus importantes, ainsi que de certains établissements publics de coopération intercommunale (EPCI) qui ont aussi connu des fusions et un élargissement progressif de leurs compétences dans le cadre de la réforme territoriale et voient ainsi leur taille budgétaire s'agrandir graduellement.

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 très attractif, en matière de financement à long terme mais aussi à court terme. En matière de financement à court terme, cela continuerait à être particulièrement le cas pour les collectivités locales ayant recours au marché des titres négociables à court terme (TNCT – « NEU CP »), avec des taux d'intérêt négatifs. Les collectivités locales françaises ont émis au total 12,6 milliards d'euros en 2016 (en très légère réduction par rapport au pic historique de 2015 à 13,2 milliards d'euros), représentant environ 1% des TNCT émis en 2016. La présence des collectivités locales françaises sur ce marché des « NEU CP » reste ainsi encore modeste (18 émetteurs en 2016, contre 17 en 2015) malgré des conditions financières exceptionnelles et alors même que nous estimons qu'entre 150 et 200 collectivités pourraient facilement accéder à ce marché sur la base de la compétence technique de leurs services,

de leur taille budgétaire et de leurs besoins de trésorerie.

Cependant, nous notons que cet accès important à la liquidité avec des conditions attractives ne bénéficie toujours pas 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 françaises actuellement notées par S&P Global Ratings le sont dans des catégories de notes élevées (de 'A' à 'AA'), ces collectivités sont au nombre de 15 (hors syndicats mixtes de transport et la Polynésie française) sur plus de 37 000. Néanmoins, ces 15 collectivités représentent plus de 15% de la dette directe totale des collectivités locales françaises.

Rapports associés

- Vers un recours croissant des collectivités locales aux billets de trésorerie, 31 mai 2016
- Finances des collectivités locales françaises : le rebond peut-il être structurel ?, 4 octobre 2016
- Collectivités locales françaises : la maîtrise globale de l'endettement n'empêchera pas des tensions financières individuelles, 10 février 2016

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 abonnements), 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 Standard & Poor's Financial Services LLC. Tous droits réservés.