
Nouvelles régions françaises : un profil de crédit toujours favorable dans un contexte européen

Analystes principaux:

Christophe Doré, Paris, (33) 1-4420-6665 ; christophe.dore@standardandpoors.com
Mehdi Fadli, Paris, (33) 1-4420-6706 ; mehdi.fadli@standardandpoors.com
Jean-Baptiste Legrand, Paris, (33) 1-4420-6764 ; jb.legrand@standardandpoors.com
Valérie Montmaur, Paris, (33) 1-4420-7375 ; valerie.montmaur@standardandpoors.com
Laurent Niederberger, Paris, (33) 1-4420-6704; laurent.niederberger@standardandpoors.com

Assistant de recherche:

Youssef Ait Benasser, Paris, (33) 1-4420-6761 ; youssef.benasser@standardandpoors.com

Sommaire

Cadre institutionnel: les régions françaises notées bénéficient d'un cadre favorable en comparaison de leurs pairs européens notés

Economie des régions françaises notées : un niveau de richesse élevé et une moindre sensibilité aux tendances socio-économiques et démographiques que leurs pairs européens notés

Gouvernance et gestion financières : un positionnement fort des régions françaises notées en comparaison des autres régions européennes notées

Flexibilité budgétaire : « moyenne » pour les régions françaises, comme la plupart de leurs pairs européens notés

Performances budgétaires : une appréciation « moyenne » pour les régions françaises notées à l'instar des régions italiennes

Sommaire (suite)

Liquidité : un positionnement fort des régions françaises notées malgré un accès à la liquidité externe moins important que la plupart des pairs européens notés

Poids de la dette : un niveau « élevé » pour les régions françaises notées, à l'instar des régions espagnoles et des Länder

Engagements hors-bilan: les régions françaises notées bénéficient de l'appréciation la plus favorable

Méthodologies et rapports associés

Nouvelles régions françaises : un profil de crédit toujours favorable dans un contexte européen

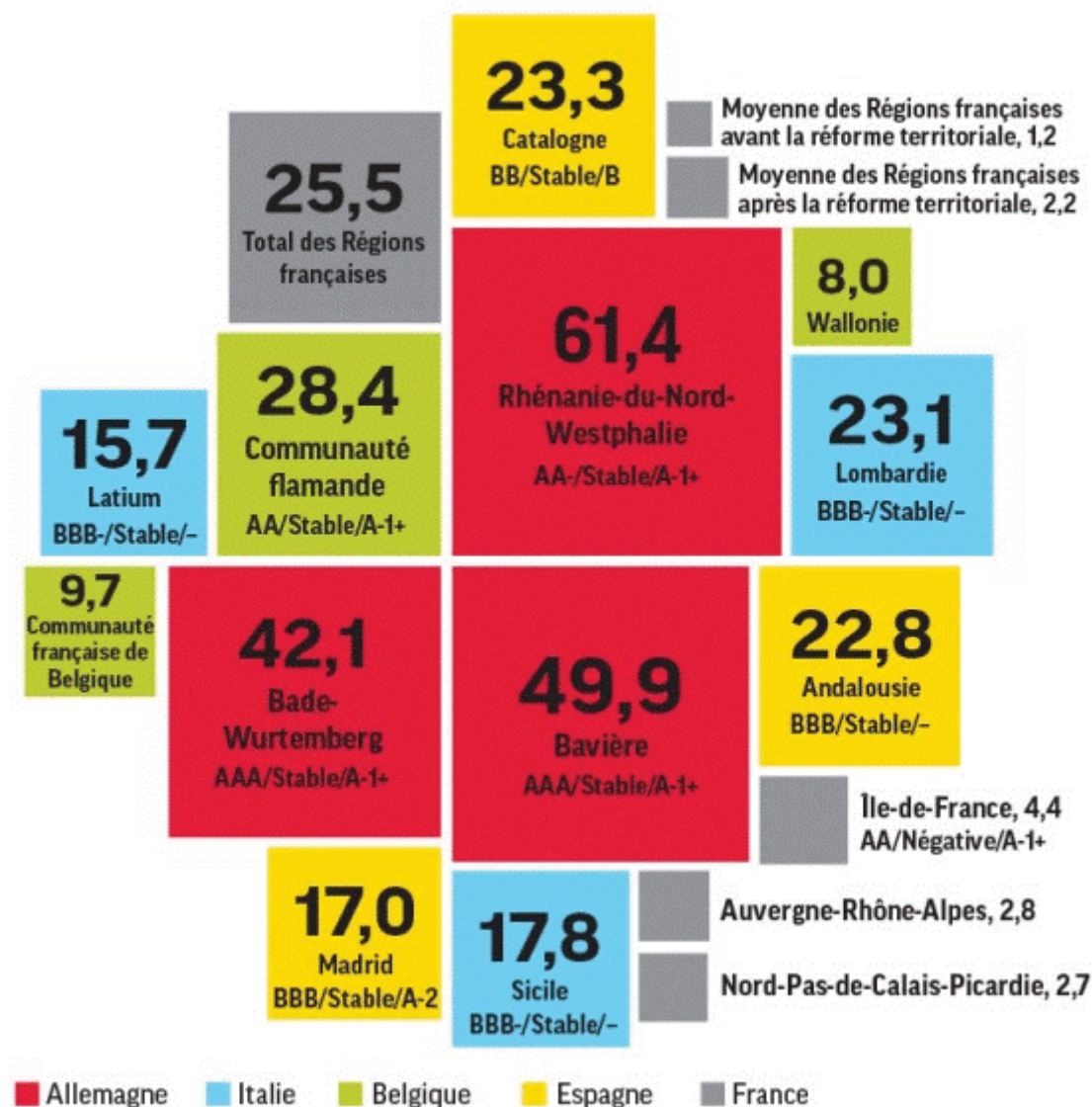
Le second volet de la réforme territoriale voté en janvier 2015 réduit au travers de fusions le nombre de régions métropolitaines de 22 à 13 au 1er janvier 2016. Par ailleurs, le troisième et dernier volet de cette réforme territoriale adopté par le Parlement fin juillet 2015 inclut des transferts de compétences modérés des départements aux régions à partir de 2017 en particulier en matière de transport non-urbain, soit une augmentation de près de 10% des budgets régionaux. L'effet cumulé des deux volets de la réforme territoriale se traduit par le doublement du budget moyen des régions françaises, qui passe ainsi de 1,2 milliard d'euros à 2,1 milliards.

En termes de population, avec près de 5 millions d'habitants en moyenne, les régions françaises deviennent avec les Länder allemands parmi les plus importantes en comparaison des régions situées dans les pays voisins. Les régions et communautés belges comptent en moyenne moins de 4 millions d'habitants et les régions espagnoles et italiennes moins de 3 millions d'habitants. En termes budgétaires, les régions françaises restent cependant de faible taille au regard de leur pairs européens. Avec 4,5 milliards d'euros, la Région Ile-de-France affiche certes le budget le plus important à l'échelon national, mais loin derrière la Rhénanie-du-Nord-Westphalie en Allemagne (dont le budget s'élève à plus de 60 milliards d'euros), ainsi que la Communauté flamande en Belgique (plus de 25 milliards d'euros, et ce avant la sixième réforme de l'Etat belge qui accroît le budget de la Communauté de plus de 10 milliards d'euros), la Lombardie en Italie et la Catalogne en Espagne (plus de 20 milliards d'euros - voir image 1). Nous estimons également que les régions françaises continueront à représenter une part très modérée de moins de 10% de la dette publique locale contre plus de 50% pour les régions italiennes, 67% pour les régions et communautés belges, et respectivement près de 80% et 90% pour les Länder et les communautés espagnoles. En part de la dette publique totale, la dette des régions françaises représente seulement 1% de celle-ci contre 3% en Italie, 11% en Belgique, 26% en Allemagne et 27% en Espagne.

Image 1

NOUVELLES REGIONS FRANÇAISES : LES BUDGETS RESTENT MODESTES A L'ECHELLE EUROPEENNE

Comparaison avec les trois budgets régionaux les plus importants dans les pays voisins (en milliards d'euros)



Source: Standard & Poor's Ratings Services, sur la base des données définitives et de nos estimations pour 2014. Notations au 21 septembre 2015.

En outre, nous considérons que cette réforme territoriale aura un impact limité sur les forces et faiblesses du profil de crédit moyen d'une région française. En moyenne, les régions françaises sont actuellement notées dans la catégorie 'AA' (celle de l'Etat français) comme les régions et communautés belges, soit un niveau légèrement inférieur aux

Länder ('AAA/AA' en moyenne) et bien au-dessus des régions italiennes et espagnoles ('BBB' en moyenne) dont la notation est pour une majorité d'entre elles plafonnée par celle de leur Etat respectif. A l'instar de leurs pairs allemands et belges, les principales forces du profil de crédit moyen des régions françaises incluent leur cadre institutionnel et leur économie, et bien qu'avec certaines différences entre les entités notées, leur gouvernance et leur gestion financières ainsi que leur situation de liquidité. Nous estimons que ces caractéristiques ne devraient pas être positivement ou négativement impactées du fait des fusions à venir, si ce n'est un potentiel impact positif sur la situation de liquidité. De plus, nous n'anticipons pas de larges économies d'échelle ni d'optimisation importante des dépenses du fait des fusions pouvant modifier la trajectoire budgétaire et l'endettement à moyen terme des régions françaises.

Les conclusions de cette étude sont fondées sur notre analyse de 38 régions actuellement notées publiquement par Standard & Poor's dans une sélection de pays de l'Union Européenne voisins de la France. Ces régions se répartissent de la manière suivante : 11 en France (sur 22 régions métropolitaines au total), 2 en Belgique (sur 5 régions et communautés), 6 en Allemagne (sur 16 Länder), 8 en Italie (sur 20 régions), 11 en Espagne (sur 17 communautés espagnoles). Les notations de ces entités sont mentionnées en Annexe 1 en fin de rapport. Pour plus d'informations sur l'ensemble des collectivités locales notées en Europe par Standard & Poor's, se référer au rapport "Local And Regional Government Ratings In Europe, The Middle East, And Africa" publié le 7 août 2015.

Cadre institutionnel: les régions françaises notées bénéficient d'un cadre favorable en comparaison de leurs pairs européens notés

Cadre Institutionnel des Entités Notées				
 Länder Allemands	 Régions et Communautés Belges	 Régions Françaises	 Régions Italiennes	 Régions Espagnoles
Extrêmement Prévisible et Favorable	Très Prévisible et Equilibré	Très Prévisible et Equilibré	Evolutif mais Equilibré	Evolutif mais Equilibré

Nous considérons que les régions françaises bénéficient d'un cadre institutionnel « très prévisible et équilibré », au même titre que les régions et communautés belges, ce qui correspond au second cran le plus élevé de notre échelle d'évaluation qui en compte six. Ce cadre est plus favorable que celui des régions italiennes et espagnoles que nous jugeons « évolutif mais équilibré », soit au troisième niveau de notre échelle d'évaluation. Enfin, selon notre analyse, les Länder allemands bénéficient d'un cadre institutionnel « extrêmement prévisible et favorable », soit le niveau le plus élevé.

Dans un contexte international, nous considérons que le cadre institutionnel des régions françaises est très prévisible, reflétant d'une part sa maturité et sa stabilité, dont témoignent des changements institutionnels et des transferts de compétences dans l'ensemble limités, et d'autre part la capacité des régions françaises à influencer les décisions de l'Etat. Toutefois, nous relevons que les régions françaises—à l'image des autres niveaux de collectivités locales n'ont pas été en mesure de s'opposer à la baisse des dotations de l'Etat sur la période 2014-2017 ; par ailleurs, les régions françaises ont également été confrontées à une très forte réduction de leur flexibilité fiscale lors de la suppression de la taxe professionnelle en 2010 remplacée par un panier de recettes n'offrant pas de levier sur les taux ou les bases.

Bien que ces mesures aient eu un impact négatif sur les recettes, nous estimons que les régions françaises restent en mesure de s'opposer efficacement aux décisions de l'Etat en comparaison internationale et bénéficient notamment d'une plus forte capacité de négociation avec l'Etat que les régions italiennes et que les communautés autonomes espagnoles à statut normal. Nous estimons par ailleurs que les cadres institutionnels des Länder allemands et des régions et communautés belges présentent la meilleure prévisibilité, du fait notamment d'une excellente visibilité à moyen terme de leur système institutionnel, d'une mise en œuvre progressive des réformes, mais aussi de leur capacité à influencer les décisions de l'Etat et à s'opposer aux réformes potentiellement défavorables.

Dans un contexte international nous estimons que l'adéquation des recettes aux dépenses des régions françaises est bonne, comme dans le cas des Länder allemands et des régions et communautés belges, et supérieure à celles des régions italiennes et des communautés autonomes espagnoles à statut normal. En dépit de leur faible flexibilité fiscale et de mécanismes de péréquation financière limités, ceci reflète la force du cadre budgétaire et financier propres aux collectivités locales françaises, prévoyant notamment l'obligation de couvrir le remboursement du capital de la dette par l'épargne brute et les recettes d'investissement hors nouveaux emprunts, ces derniers ne pouvant servir qu'à financer les nouveaux investissements. Ceci se traduit par des niveaux d'épargne brute très élevés en comparaison internationale, limitant ainsi le recours à l'emprunt des régions françaises malgré des niveaux d'investissement élevés par rapport à leurs pairs européens. Par ailleurs, nous estimons que les régions françaises bénéficient d'un soutien systémique élevé de l'Etat en cas de besoin, illustré à plusieurs reprises depuis 2008 par la mise à disposition de financements longs termes via les fonds d'épargne de la Caisse des dépôts et consignations (CDC). Nous estimons que les Länder allemands bénéficient également d'une bonne adéquation de leurs recettes et de leurs dépenses, grâce à un niveau élevé de péréquation financière et à des mécanismes de soutien exceptionnel éprouvés à plusieurs reprises dans le passé. De notre point de vue, les régions italiennes à statut spécial et les régions et communautés belges bénéficient également d'une bonne adéquation de leurs recettes et de leurs dépenses. Nous estimons par contre que dans le cas des régions espagnoles l'adéquation des recettes aux dépenses est moindre. Cela tient essentiellement à la nature de leurs dépenses, centrées sur la santé, l'aide sociale et l'éducation, dont la croissance est très largement corrélée aux pressions démographiques et cycles économiques. Ainsi, pendant la récente crise économique et financière, les régions espagnoles ont enregistré des déséquilibres budgétaires importants, en cours de résorption, qui ont cependant été en partie compensés par des mécanismes de soutien systémique exceptionnel de l'Etat espagnol, notamment sous forme de fonds de financement.

Nous estimons enfin que le cadre institutionnel des régions françaises offre un bon niveau de transparence et de fiabilité financières, reflétant des standards élevés en matière de communication financière et un cadre comptable de qualité. Nous relevons cependant l'absence d'obligation légale de produire une prospective financière pluriannuelle (même si la plupart des régions en réalisent en pratique), ainsi que l'absence de consolidation comptable des satellites (établissements publics, sociétés d'économie mixte...) et d'audit régulier des comptes au-delà de contrôles ponctuels des Chambres régionales des comptes. Nous estimons que le niveau de transparence financière est également élevé pour les communautés autonomes espagnoles et les régions et communautés belges ; nous la jugeons extrêmement élevée pour les Länder allemands grâce notamment à l'obligation de mise à jour régulière des prospectives financières, mais plus faible pour les régions italiennes, au regard notamment de la complexité du cadre comptable, qui limite selon nous la transparence financière et la lisibilité des prospectives financières pluriannuelles.

Evolution consécutive aux fusions : stable

Nous estimons que la fusion à venir des régions françaises ne remet pas en cause notre appréciation actuelle de leur cadre institutionnel, dont la prévisibilité et la transparence restent inchangées. L'adéquation des recettes et des dépenses ne devrait que légèrement évoluer du fait de la décision gouvernementale de leur octroyer à partir de 2017 une part plus importante de la cotisation sur la valeur ajoutée des entreprises (CVAE), prélevée sur la part des départements en compensation de transferts de compétences départementales aux régions. Sur la base de nos informations actuelles, nous estimons cependant que ces transferts de compétences seront financièrement neutres au moment des transferts.

Economie des régions françaises notées : un niveau de richesse élevé et une moindre sensibilité aux tendances socio-économiques et démographiques que leurs pairs européens notés

Economie des Entités Notées*				
 Länder Allemands	 Régions et Communautés Belges	 Régions Françaises	 Régions Espagnoles	 Régions Italiennes
Très Forte	Forte	Forte	Forte	Moyenne
*Sur la base de la moyenne de nos appréciations pour les entités notées publiquement				

Sur la base de standards internationaux nous considérons que les régions françaises bénéficient en moyenne d'un bon profil économique, à l'instar des régions belges et espagnoles notées. Cette appréciation est plus favorable que celle des régions italiennes mais moins que celle des Länder. Concernant les régions espagnoles notées, notre appréciation très favorable du profil économique des communautés autonomes à statut spécial améliore considérablement notre appréciation du profil moyen des régions espagnoles notées qui sans cela serait inférieure.

Entre 2011 et 2013, la majorité des régions françaises notées présentaient un PIB par habitant égal ou proche de la moyenne de l'Union européenne. Le PIB par habitant moyen des régions françaises notées s'élevait à 29 130 euros, ce qui est supérieur au niveau moyen constaté pour les régions espagnoles et italiennes notées, soit respectivement 22 847 euros et 26 128 euros. Cependant, cela est nettement inférieur à la moyenne des Länder notés (32 856 euros) et des communautés et régions belges notées (48 667 euros). Ces données moyennes masquent néanmoins des écarts au sein de chaque pays. Hors Ile-de-France, les niveaux de PIB par habitant des régions françaises s'établissent entre 75% de la moyenne nationale et 100% pour Rhône-Alpes. Les écarts relevés en France entre les collectivités locales notées sont cependant beaucoup moins importants qu'en l'Allemagne (de 69% à 113% de la moyenne nationale) ou en Belgique (de 74% à 174%). Il est important de souligner que notre appréciation de l'économie des régions à statut normal espagnoles et italiennes ainsi que des Länder se fonde sur le PIB national par habitant étant donné que les recettes de ces collectivités sont très largement dépendantes de transferts de l'Etat et/ou de systèmes de péréquation.

Par ailleurs, nous considérons que les budgets des régions françaises sont moins exposés aux caractéristiques démographiques et socio-économiques que leurs pairs européens notés. Les régions italiennes, espagnoles, allemandes et belges voient leurs dépenses beaucoup plus exposées à la structure et à la croissance de la population, à la situation du marché du travail et aux cycles économiques du fait de leurs compétences dans des domaines tels que la santé,

l'éducation (dont les personnels enseignants) ou l'aide sociale. A l'inverse, les régions françaises ne doivent pas faire face à une pression aussi directe de leur profil sociodémographique bien que leur compétence en matière de formation professionnelle puisse être relativement sensible au marché de l'emploi.

Nous estimons que les recettes des régions françaises sont modérément plus sensibles aux cycles économiques régionaux par rapport à leurs pairs européens ; en effet, les fonds de péréquation (en Espagne et en Allemagne) et les transferts (en Italie, les transferts de recettes fiscales en provenance du gouvernement central couvrent jusqu'à 85% des dépenses de fonctionnement des régions à statut normal) représentent une large part de leurs recettes. A l'inverse, près d'un quart des recettes des régions françaises dépend de l'économie régionale, notamment la CVAE (18% des recettes de fonctionnement) et la Taxe sur les certificats d'immatriculation des véhicules (TCIV – 9% des recettes de fonctionnement) qui évoluent de manière très marquée en fonction de la croissance régionale.

Evolution consécutive aux fusions : stable

L'économie française est très concentrée en Ile-de-France. Cette dernière génère 30% de la production nationale et son PIB par habitant représente 164% de la moyenne nationale. Les fusions ne vont pas atténuer cette prépondérance. L'économie francilienne restera 2,5 fois plus grande que la seconde région française la plus riche (Auvergne-Rhône-Alpes) qui, elle, représentera 12% du PIB national. Par ailleurs, dans la mesure où le PIB par habitant des autres régions reste comparable, les fusions ne devraient pas occasionner de notre point de vue de changement de leurs principaux ratios économiques, ni par conséquent de notre appréciation du profil économique des régions notées. En outre, la croissance de la production régionale des régions notées a historiquement été comparable à la moyenne nationale. Nous estimons que les régions fusionnées continueront à croître à un niveau proche de nos anticipations pour l'économie française.

En 2017, la part de la CVAE reversée aux régions devrait augmenter suite aux annonces gouvernementales de fin juin 2015. Ainsi, si la sensibilité des recettes régionales à la conjoncture régionale devrait s'accroître, la volatilité devrait, selon nous, rester limitée.

Gouvernance et gestion financières : un positionnement fort des régions françaises notées en comparaison des autres régions européennes notées

Gouvernance et Gestion Financières des Entités Notées*				
 Régions et Communautés Belges	 Länder Allemands	 Régions Françaises	 Régions Italiennes	 Régions Espagnoles
Très Fortes	Très Fortes à Fortes	Fortes	Satisfaisantes	Satisfaisantes à Faibles

Dans un contexte international, nous considérons la gouvernance et la gestion financières des régions françaises notées par Standard & Poor's comme "fortes" en moyenne ; soit moins favorablement que notre appréciation des communautés et régions belges (« très fortes ») et des Länder allemands (« fortes » à « très fortes »), mais plus favorablement que celle des régions italiennes et espagnoles, dont nous évaluons la gouvernance et gestion financières respectivement à « satisfaisantes » et « faibles » selon nos critères. Néanmoins, concernant les régions italiennes notées, les écarts d'appréciation sont importants entre par exemple la Lombardie ou la Ligurie qui bénéficient d'une

gouvernance et d'une gestion financières « fortes » alors que la Sicile ou la Campanie présentent une gouvernance et gestion financières « faibles ».

A l'instar de leurs pairs belges et allemands notés, nous considérons que les régions françaises affichent généralement un pilotage budgétaire de qualité grâce notamment à une bonne maîtrise des dépenses dans un contexte de pression croissante sur les recettes de fonctionnement en raison de la baisse des concours financiers de l'Etat. En revanche, nous qualifions de « faibles » la gouvernance et gestion financières des régions espagnoles du fait d'une moindre maîtrise des dépenses comme en témoignent les déviations importantes de leurs trajectoires budgétaires au cours de la crise économique et financière qui a récemment touché l'Espagne. De notre point de vue, les régions françaises notées affichent également des stratégies financières pluriannuelles clairement définies, comprenant notamment des objectifs chiffrés en termes d'investissement et d'endettement généralement largement partagés au sein de l'Administration et de l'Exécutif. Seuls les Länder notés font montre d'une prospective financière pluriannuelle plus éprouvée en raison notamment de son caractère obligatoire dans le cadre institutionnel allemand.

Nous estimons aussi que les régions françaises mettent en œuvre un suivi de qualité de leurs satellites, à l'instar des Länder. Seules les communautés et régions belges présentent selon nous un meilleur suivi de leurs engagements hors-bilan et de leurs satellites grâce notamment à des dispositifs très pointus de suivi des garanties d'emprunt octroyées et du profil des entités en bénéficiant.

Par ailleurs, nous considérons que la gestion de la dette et de la trésorerie des régions françaises notées est prudente et diversifiée, bien que moins sophistiquée que celle de leurs pairs belges et allemands notés. La grande majorité de la dette des régions françaises est simple ou « vanille », et non exposée au risque de change. Par ailleurs, les régions françaises notées affichent une gestion prudente de leur trésorerie qui s'appuie sur des documents de suivi de qualité.

Evolution consécutive aux fusions : stable

Nous considérons que notre appréciation de la gouvernance et de la gestion financières des régions françaises ne sera pas altérée du fait des fusions à venir. Même si les élections régionales de décembre 2015 se traduisent par des changements de majorité politique, nous estimons que les régions françaises notées continueront à bénéficier d'une Administration de qualité et que leurs stratégies financières et budgétaires rigoureuses comme leur gestion prudente et diversifiée de la dette et trésorerie demeureront inchangées.

Flexibilité budgétaire : « moyenne » pour les régions françaises, comme la plupart de leurs pairs européens notés

Flexibilité Budgétaire des Entités Notées*				
 Régions et Communautés Belges	 Régions Françaises	 Régions Espagnoles	 Länder Allemands	 Régions Italiennes
Moyenne	Moyenne	Moyenne	Moyenne à Faible	Faible
*Sur la base de la moyenne de nos appréciations pour les entités notées publiquement				

Nous considérons que les régions françaises notées ont une flexibilité budgétaire « moyenne », plus forte que la plupart des régions italiennes notées (dont nous estimons qu'elles bénéficient en moyenne d'une flexibilité budgétaire

« faible ») et comparable à la plupart des régions allemandes, espagnoles et belges notées.

Cette appréciation intègre des recettes modifiables constituées, pour l'essentiel, de la taxe sur les certificats d'immatriculation des véhicules. A moins de 10% des recettes de fonctionnement, la part des recettes modifiables dans les recettes de fonctionnement des régions françaises notées est équivalente à celle observée dans le cas des Länder allemands notés (9% en moyenne). Elle est par contre sensiblement inférieure à celle des communautés autonomes espagnoles notées (45% en moyenne), des régions et communautés belges notées (plus de 35% en moyenne, même si celles-ci ont en pratique peu de capacité réelle d'ajustement) et des régions italiennes notées (plus de 30% en moyenne des recettes de fonctionnement pour les régions à statut normal ; cette flexibilité étant en pratique utilisée à la demande de l'Etat italien pour financer les déficits au titre des dépenses de santé).

Nous estimons que cette faible flexibilité des régions françaises sur leurs recettes est toutefois partiellement compensée par une flexibilité plus importante que leurs pairs notés sur les dépenses d'investissement, qui représentaient 33% des dépenses totales (hors remboursement du capital de la dette) en 2014, soit un niveau remarquablement élevé. Ces dépenses d'investissement sont notamment constituées de subventions d'investissement, qui peuvent être étalées dans le temps en cas de besoin. Le poids des investissements dans les budgets des régions françaises tient à leurs compétences historiques, notamment dans les secteurs ferroviaires (matériel roulant des TER, infrastructures) et des lycées. Ceci distingue les régions françaises de leurs pairs européens notés, pour lesquels les investissements représentent généralement environ 10% des dépenses totales (hors remboursement du capital de la dette). A l'inverse des régions françaises, nous estimons toutefois que les Länder ont dans leur majorité démontré leur capacité à réduire leurs dépenses de fonctionnement.

Evolution consécutive aux fusions : stable

Nous n'anticipons pas d'impact significatif des fusions sur la flexibilité budgétaire des régions françaises. Si certaines d'entre elles pourraient utiliser leur levier fiscal après 2015, l'impact financier devrait rester limité. Par ailleurs, à partir de 2017, le gouvernement souhaite transférer aux régions une part supplémentaire de CVAE, prélevée sur celle des départements, en compensation de transferts de compétences départementales aux régions. Les régions françaises devraient ainsi bénéficier de nouvelles recettes fiscales potentiellement dynamiques ; toutefois leur flexibilité fiscale n'en sera pas modifiée étant donné qu'elles ne disposeront d'aucun levier pour ajuster le taux ou les bases de CVAE.

Par ailleurs, les fusions des régions françaises et les nouvelles compétences héritées des départements ne devraient que marginalement modifier les poids relatifs des dépenses de fonctionnement et d'investissement. Dans notre scénario central, ces dernières devraient continuer de représenter environ 30% des dépenses totales (hors remboursement du capital de la dette) d'ici fin 2017, et ce malgré les probables ajustements à la baisse liés à la réduction des concours financiers de l'Etat et au cycle électoral. Les élections régionales de décembre 2015 devraient en effet se solder par une baisse des investissements dès 2016.

Performances budgétaires : une appréciation « moyenne » pour les régions françaises notées à l'instar des régions italiennes

Performances Budgétaires des Entités Notées*				
 Régions et Communautés Belges	 Landers Allemands	 Régions Françaises	 Régions Italiennes	 Régions Espagnoles
Très Fortes à Fortes	Fortes	Moyennes	Moyennes	Faibles
*Sur la base de la moyenne de nos appréciations pour les entités notées publiquement				

Nous considérons qu'en moyenne les régions françaises notées affichent des performances budgétaires « moyennes » tout comme leurs pairs italiens notés, ce qui est plus favorable que les performances des régions espagnoles notées mais en deçà de leurs pairs belges et allemands notés. Bien que la majorité des régions françaises notées présentent de « fortes » performances budgétaires (Auvergne, Centre-Val de Loire, Champagne-Ardenne, Franche-Comté, Pays de la Loire, Rhône-Alpes), notre appréciation moyenne est amoindrie par les « faibles » performances budgétaires affichées par l'Ile-de-France et le Languedoc-Roussillon, en raison notamment d'un effort d'investissement important programmé sur la période 2015-2017.

En comparaison de leurs pairs européens notés, les régions françaises présentent le taux d'épargne brute le plus élevé en moyenne (20% en 2014), du fait de la nature de leurs dépenses orientées principalement vers l'investissement, mais aussi grâce à un pilotage budgétaire de qualité qui leur permet de faire face à la réduction des concours financiers de l'Etat. A l'inverse, les communautés espagnoles notées présentaient en 2014 une épargne brute moyenne négative, en raison notamment de l'impact de la crise économique et immobilière sur leurs recettes de fonctionnement. Les régions italiennes quant à elles ont affiché une épargne brute en moyenne inférieure à 5% des recettes de fonctionnement, ce qui est conforme à leurs performances historiques et essentiellement dû à des compétences largement tournées vers le fonctionnement, notamment dans le domaine de la santé. A la faveur de mesures de redressement budgétaire rigoureuses et d'une croissance retrouvée de leurs recettes de fonctionnement, les Länder notés ont vu leur taux d'épargne brute augmenter au cours des dernières années pour atteindre 8% en 2014. Enfin, les régions et communautés belges notées ont maintenu un taux d'épargne brute moyen élevé (13% en 2014) résultant d'une part d'une bonne adéquation des recettes aux dépenses, grâce notamment à une fiscalité partagée indexée sur les principaux indicateurs macroéconomiques, et d'autre part d'un profil économique et démographique favorable.

Sous l'effet d'une épargne brute élevée et d'une réduction anticipée de leur effort d'investissement au cours des deux prochaines années, les régions françaises notées devraient présenter en moyenne des besoins de financement après investissements légèrement supérieurs à 5% de leurs recettes totales sur la période 2015-2017, soit des besoins plus importants que ceux des régions notées en Belgique, en Allemagne et en Italie. Les Länder allemands notés pourraient même afficher des excédents de financement après investissements sur la période 2015-2017. A l'inverse, les régions espagnoles notées devraient continuer à présenter des besoins de financement importants, bien qu'en diminution.

Evolution consécutive aux fusions : stable

Selon nous, le processus de fusion des régions françaises ne devrait pas générer d'économies d'échelle ou autre optimisation des dépenses de nature à modifier significativement leur trajectoire budgétaire dans les prochaines années. Les économies potentiellement réalisées pourraient notamment être contrebalancées par un alignement vers le haut des politiques publiques, notamment dans les domaines du transport (17% des dépenses totales), de l'éducation (24% des dépenses totales) et des ressources humaines (18% des dépenses de fonctionnement). Si nous anticipons que

certaines régions notées continueront à présenter des besoins de financement élevés en raison notamment de volumes d'investissement importants, la majorité d'entre elles continueront à présenter de bonnes performances budgétaires, et ce malgré la réduction des concours financiers de l'Etat sur la période 2015-2017 (0,5 milliard d'euros par an pour l'ensemble de la strate régionale, soit une perte annuelle estimée à 2% de leurs recettes de fonctionnement). Nous estimons que les régions françaises notées parviendront ainsi à contenir la détérioration de leurs performances budgétaires au cours des prochaines années grâce au niveau historiquement élevé de leurs soldes d'épargne brute, à des objectifs financiers clairement définis et partagés par les Exécutifs et les Administrations régionales, et à une excellente maîtrise des dépenses de fonctionnement. En outre, nous nous attendons à une baisse mécanique de l'investissement des régions sous l'effet du cycle électoral et d'un effort soutenu d'investissement d'ores et déjà réalisé au cours des dernières années. Enfin, le troisième volet de la réforme territoriale ne devrait avoir qu'un impact marginal sur les performances budgétaires des régions notées du fait de transferts de compétences limités.

Liquidité : un positionnement fort des régions françaises notées malgré un accès à la liquidité externe moins important que la plupart des pairs européens notés

Liquidité des Entités Notées*				
 Régions et Communautés Belges	 Régions Italiennes	 Régions Françaises	 Landers Allemands	 Régions Espagnoles
Exceptionnelle	Exceptionnelle à Forte	Forte	Forte	Adéquate
*Sur la base de la moyenne de nos appréciations pour les entités notées publiquement				

Nous considérons que les régions françaises notées bénéficient d'une situation de liquidité « forte », exception faite de l'Ile-de-France qui présente selon nous une situation de liquidité « exceptionnelle ». Bien que les Länder et régions italiennes notées jouissent respectivement d'une situation de liquidité « forte » et « exceptionnelle » à « forte » en moyenne, celle-ci s'avère être très variable selon l'entité notée ce qui est moins le cas pour les régions françaises. Les communautés espagnoles notées affichent une situation de liquidité « adéquate » en moyenne alors que les régions et communautés belges notées présentent une situation de liquidité « exceptionnelle ».

Le score initial de liquidité de Standard & Poor's est déterminé à partir du ratio de couverture du service de la dette, correspondant aux disponibilités, actifs liquides et lignes bancaires confirmées rapportés au service de la dette au cours des douze prochains mois. D'après cet indicateur, les régions françaises affichent une bonne situation de liquidité en comparaison de leurs pairs. En effet, elles affichent un ratio de couverture du service de la dette supérieur à 120%, contre moins de 80% en moyenne pour les Länder et les communautés espagnoles.

A l'instar de la plupart des régions italiennes notées, nous considérons que les régions françaises bénéficient d'un accès « satisfaisant » à la liquidité externe, à l'exception de l'Ile-de-France dont l'accès à la liquidité externe est jugé « fort » en raison de sa capacité éprouvée à accéder aux marchés financiers en période de crise. D'autre part, nous considérons que leurs pairs belges ainsi que les régions espagnoles à statut normal témoignent d'un accès « fort » à la liquidité externe, ceci pour des raisons différentes. En effet, dans le cas des régions et communautés belges nous prenons en compte un accès continu aux marchés financiers alors que les régions espagnoles à statut normal

bénéficient d'un accès aux fonds mis en œuvre par l'Etat espagnol ("Facilidad Financiera (FF)" and "Fondo de Liquidez Autonómico (FLA)") qui viennent couvrir intégralement leurs besoins de financement et de refinancement. Les Länder allemands bénéficient selon nous d'un accès encore plus fort à la liquidité externe que nous jugeons ainsi « exceptionnel » grâce à leur accès continu aux marchés financiers combiné à des sources de liquidité additionnelles provenant d'autres niveaux de gouvernement.

Evolution consécutive aux fusions: très probablement stable mais potentiellement positive

A court terme, notre appréciation de la situation de liquidité des régions françaises notées ne devrait pas évoluer et nous anticipons un maintien de leur ratio de couverture du service de la dette à un niveau élevé. Cependant, à moyen terme, nous pourrions être amenés à revoir favorablement notre opinion de l'accès de certaines régions françaises à la liquidité externe, du fait que:

- certaines régions émettent régulièrement des obligations et des billets de trésorerie, et ce depuis plusieurs années maintenant ;
- la croissance de leur volume budgétaire consécutif aux fusions pourrait mécaniquement accroître le montant et la fréquence des émissions sur les marchés financiers, et donc nous amener à revoir de « satisfaisant » à « fort » notre appréciation de leur accès au financement externe.

Poids de la dette : un niveau « élevé » pour les régions françaises notées, à l'instar des régions espagnoles et des Länder

Poids de la Dette des Entités Notées*				
 Régions Italiennes	 Régions et Communautés Belges	 Régions Françaises	 Landers Allemands	 Régions Espagnoles
Faible	Faible à Modéré	Elevé	Elevé	Elevé

*Sur la base de la moyenne de nos appréciations pour les entités notées publiquement

Dans un contexte international, Standard & Poor's considère que le poids de la dette des régions françaises est en moyenne "élevé". En effet, si l'on ne prend pas en compte l'Ile-de-France, le niveau de dette consolidée des régions françaises notées s'élève en moyenne à 109% de leurs recettes de fonctionnement en fin d'année 2014 et devrait atteindre un niveau moyen de 134% en 2017 – qui est actuellement l'horizon temporel de nos projections financières - alors que les charges financières devraient rester modérées et inférieures à 5% de leurs recettes de fonctionnement.

Les Länder allemands notés affichent également en moyenne un niveau de dette « élevé ». Les taux d'endettement consolidés que nos analyses anticipent d'ici à 2017 varient cependant fortement d'un land à l'autre: de 44% en Bavière, ce que nous considérons comme un niveau « faible », à près de 261% en Rhénanie du Nord-Westphalie, ce que nous estimons être un niveau « très élevé ». Par ailleurs, l'ensemble des Länder notés font face à des engagements de retraites non financés élevés représentant plus de 50% de leurs recettes de fonctionnement, ce qui impacte négativement notre appréciation consolidée du poids de leur dette.

De la même façon les régions et communautés belges notées présentent des écarts importants en termes d'endettement se traduisant par une évaluation de "faible à modéré" selon les cas. Selon notre analyse, la dette

consolidée devrait représenter 98% des recettes de fonctionnement pour la Région de Bruxelles-Capitale et 37% pour la Communauté flamande en 2017.

Les régions espagnoles notées affichent en moyenne un poids de la dette "élevé" en raison d'un niveau de dette consolidée représentant plus de 120% de leurs recettes de fonctionnement. Néanmoins, des écarts existent dans la mesure où nous anticipons que certaines régions afficheront en 2017 un niveau de dette consolidé "très élevé" comme la Catalogne (326% des recettes de fonctionnement), Valence (356%) et les Iles Baléares (287%) alors que d'autres devraient présenter un niveau « modéré » comme la Navarre (103%) ou l'Estrémadure (113%).

Seules les régions italiennes notées présentent en moyenne un poids de la dette "faible" avec une dette consolidée représentant entre 30% et 60% des recettes de fonctionnement. Là encore la dispersion peut cependant être importante entre les régions dans la mesure où certaines devraient afficher en 2017 un niveau de dette « très faible » comme la Lombardie (8%) alors que le Latium devrait présenter un poids de la dette élevé (154%).

Evolution consécutive aux fusions : stable

Nous n'anticipons pas de changements significatifs liés aux fusions en ce qui concerne notre estimation du poids de la dette des régions françaises qui devrait rester « élevé » d'ici à 2017. En effet, en raison du cycle électoral couplé à la pression budgétaire résultant de la réduction des concours financiers de l'Etat aux collectivités locales, nous nous attendons à un ajustement à la baisse des programmes d'investissement régionaux à partir de 2016 ce qui devrait ralentir la croissance de l'endettement.

Engagements hors-bilan: les régions françaises notées bénéficient de l'appréciation la plus favorable

Engagements Hors-Bilan des Entités Notées*				
 Régions Françaises	 Régions Italiennes	 Régions Espagnoles	 Régions et Communautés Belges	 Landers Allemands
Très Faibles	Faibles	Faibles	Modérés	Modérés

*Sur la base de la moyenne de nos appréciations pour les entités notées publiquement

Les régions françaises notées par Standard & Poor's présentent en moyenne des engagements hors-bilan "très faibles" en raison notamment de la surface financière limitée de leurs entités « satellites », de montants de dette garantie faibles et de l'absence de contentieux significatifs. Nous anticipons généralement que les pertes potentielles liées aux entités « satellites » dans le cadre d'un scénario de stress seraient limitées et représenteraient moins de 2% des recettes de fonctionnement des régions françaises.

Grâce à notre appréciation d'engagements hors-bilan "très faibles", les régions françaises notées bénéficient du positionnement le plus favorable par rapport à leurs pairs européens notés:

- Les Länder notés présentent en moyenne des engagements hors-bilan "modérés" liés principalement aux risques financiers associés aux banques régionales (Landesbank). Les régions et communautés belges notées affichent également des engagements hors-bilan « modérés » en raison de l'étendue de la sphère publique, de prises de

participation importantes et d'un niveau assez élevé de dette garantie ;

- Les régions espagnoles et italiennes notées présentent en moyenne de "faibles" engagements hors-bilan dans la mesure où les entités « satellites » prises en compte dans notre analyse sont relativement peu nombreuses et les risques associés sont limités. Par ailleurs, l'application par les régions espagnoles des règles plus strictes du Système Européen de Comptabilité (SEC) et la mise en œuvre de politiques de restructuration du secteur public ont considérablement accru leur périmètre de consolidation budgétaire. En conséquence, nous incluons déjà la majeure partie de la dette des entités « satellites » dans le périmètre de dette consolidée des communautés espagnoles.

Evolution consécutive aux fusions : stable

Nous n'anticipons pas d'évolution de notre appréciation des engagements hors-bilan des régions françaises liée aux fusions. Certes à moyen terme nous pourrions assister à une légère réduction des engagements hors-bilan pour celles des régions qui engageraient un processus de fusions et d'optimisation des entités « satellites ». Si elle devait se produire, cette évolution n'aurait cependant pas d'impact positif sur notre évaluation des risques hors-bilan des régions françaises qui est déjà d'ores et déjà la plus favorable possible. Par ailleurs, le transfert de compétences des départements aux régions ne devrait pas, selon nous, se traduire par de nouveaux engagements hors-bilan. Enfin, nous anticipons que le niveau de dette garantie et les risques liés aux contentieux devraient rester limités.

Méthodologies et rapports associés

- Standard & Poor's anticipe une réduction de l'effort d'investissement des collectivités locales françaises pour contenir la dette d'ici à 2016, 18 mars 2015
- Methodology For Rating Non-U.S. Local And Regional Governments, June 30, 2014
- Methodology And Assumptions For Analyzing The Liquidity Of Non-U.S. Local And Regional Governments And Related Entities And For Rating Their Commercial Paper Programs, Oct. 15, 2009
- Ratings Above The Sovereign--Corporate And Government Ratings: Methodology And Assumptions, Nov. 19, 2013
- Methodology: Rating Non-US Local And Regional Governments Higher Than The Sovereign , Dec. 15, 2014
- Local And Regional Government Ratings In Europe, The Middle East, And Africa, 7 August 2015.

Annexe A

Liste des régions européennes notées par S&P en Allemagne, Belgique, France, Italie et Espagne*

Régions et Communautés Belges	
Bruxelles-Capitale	AA/Stable/--
Communauté Flamande	AA/Stable/A-1+
Régions Françaises	
Aquitaine	AA/Négative/A-1+
Auvergne	AA-/Stable/A-1+
Centre- Val de Loire	AA/Négative/A-1+
Champagne-Ardenne	AA-/Stable/A-1+

Annexe A

Liste des régions européennes notées par S&P en Allemagne, Belgique, France, Italie et Espagne* (cont.)

Franche-Comté	AA/Négative/A-1+
Ile-de-France	AA/Négative/A-1+
Languedoc-Roussillon	AA-/Stable/A-1+
Limousin	AA/Négative/--
Nord-Pas de Calais	A+/Stable/A-1
Pays de la Loire	AA/Négative/A-1+
Rhône-Alpes	AA-/Stable/A-1+
Länder Allemands	
Bade-Wurtemberg	AAA/Stable/A-1+
Bavière	AAA/Stable/A-1+
Hesse	AA/Stable/A-1+
Rhénanie-du-Nord-Westphalie	AA-/Stable/A-1+
Saxe	AAA/Stable/A-1+
Saxe-Anhalt	AA+/Stable/A-1+
Régions Italiennes	
Campanie	BBB-/Stable/--
Frioul-Vénétie Julienne	BBB-/Stable/--
Latium	BBB-/Stable/--
Ligurie	BBB-/Stable/--
Lombardie	BBB-/Stable/--
Marches	BBB-/Stable/--
Ombrie	BBB-/Stable/--
Sicile	BBB-/Stable/--
Communautés Autonomes Espagnoles	
Andalousie	BBB/Stable/--
Aragon	BBB/Stable/--
Iles Baléares	BBB-/Stable/--
Iles Canaries	BBB/Stable/--
Catalogne	BB/Stable/B
Estrémadure	BBB/Stable/A-2
Galice	BBB/Stable/A-2
Madrid	BBB/Stable/A-2
Navarre	A-/Stable/--
Pays Basque	A-/Stable/--
Valence	BB/Stable

* au 21 septembre 2015

Aucun contenu (y compris les notations, l'analyse de crédit qui s'y rapporte ainsi que les données, modèles, logiciels et autres applications ou résultats qui en découlent) ou partie de contenu (le Contenu) ne peut être modifié, désassemblé, reproduit ou distribué sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit, ou stocké dans une base de données ou un système d'extraction, sans autorisation écrite préalable de Standard & Poor's Financial Services LLC ou des entités qui lui sont affiliées (collectivement dénommées S&P). Toute utilisation du Contenu à des fins non autorisées ou illégales est proscrite. Ni S&P, ni ses fournisseurs, ni encore leurs dirigeants sociaux, préposés, actionnaires ou mandataires (collectivement les Parties S&P) n'accordent aucune garantie quant à l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualité ou la disponibilité du Contenu. Les Parties S&P ne sont pas responsables d'éventuelles erreurs ou omissions, quelle qu'en soit la cause, des résultats découlant de l'utilisation du Contenu ou de la sécurité ou la maintenance des données incluses par l'utilisateur. Le Contenu est fourni en l'état. LES PARTIES S&P N'ACCORDENT AUCUNE GARANTIE D'AUCUNE SORTE, EXPRESSE OU IMPLICITE, NOTAMMENT MAIS NON EXCLUSIVEMENT TOUTE GARANTIE CONCERNANT LA COMMERCIALISABILITÉ, L'ADÉQUATION À UNE FIN OU À UN USAGE DONNÉ, L'ABSENCE D'ERREUR OU DE DÉFAUT INFORMATIQUE, LE FONCTIONNEMENT ININTERROMPU DU CONTENU OU SA COMPATIBILITÉ AVEC TOUT LOGICIEL OU MATÉRIEL INFORMATIQUE. Les Parties S&P ne pourront en aucun cas être tenues responsables de quelque dommages, coûts, dépenses, frais juridiques ou pertes directs, indirects, accessoires, exemplaires, forfaitaires, punitifs, particuliers ou consécutifs que ce soit (notamment, mais non exclusivement, toute perte de revenu ou de gain et tout coût d'opportunité) liés à l'utilisation du Contenu, et ceci même si elles ont été informées de l'éventualité de tels dommages. Les analyses relatives au crédit et à d'autres aspects, y compris les notations, ainsi que les déclarations incluses dans le Contenu, sont l'expression d'une opinion à la date à laquelle elles sont formulées et ne doivent en aucun cas être considérées comme une information factuelle. Les opinions, analyses et décisions de reconnaissance de notes (décrites ci-après) de S&P ne sont pas des recommandations d'acheter, conserver ou vendre de quelconques titres ou de prendre une quelconque décision d'investissement, et ne portent pas sur le caractère approprié d'une quelconque valeur mobilière. S&P n'a aucune obligation de mettre à jour le Contenu après publication sous quelque forme que ce soit. Le Contenu ne doit pas être le fondement d'une décision d'investissement ou commerciale et n'est pas destiné à remplacer les compétences, le jugement et l'expérience de l'utilisateur, ses dirigeants, préposés, conseillers et/ou clients à cet égard. S&P n'intervient pas en qualité de fiduciaire ou de conseiller en investissement, sauf sur les territoires où il est immatriculé comme tel. S&P utilise des informations en provenance de sources qu'il estime fiables mais ne conduit toutefois aucun audit, ne procède à aucune vérification indépendante à l'égard de ces informations et ne contracte aucune obligation à ce titre.

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

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

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

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

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