

Entrée dans l'âge de l'eco : implications de la réforme monétaire en Afrique de l'Ouest

February 17, 2020

Points clefs

- Le franc CFA d'Afrique de l'Ouest va être remanié et remplacé par une nouvelle monnaie dénommée eco, soulevant des questions sur l'avenir de la zone franc CFA.
- Cette réforme ne devrait pas avoir d'effet immédiat sur nos notations souveraines en UEMOA, une dévaluation n'étant pas à l'ordre du jour. À ce stade, l'eco restera arrimé à l'euro et la France continuera de garantir sa convertibilité.
- Si une dévaluation avait lieu, les plus grandes économies de l'UEMOA, la Côte d'Ivoire et le Sénégal, seraient les plus exposées. En effet, leur dépendance aux emprunts en devises s'est fortement accrue au cours des dernières années. En cas de pression sur le taux de change, nous estimons que la qualité de crédit des États de l'UEMOA se retrouverait dégradée.
- Une forte discipline budgétaire et des fondamentaux économiques solides seront donc d'autant plus importants pour préserver la stabilité économique de l'union monétaire.

En décembre 2019, le président ivoirien Alassane Ouattara et son homologue français Emmanuel Macron ont annoncé le remplacement du franc CFA d'Afrique de l'Ouest par l'eco. Bien plus qu'un simple changement de nom, la refonte du cadre monétaire acte la fin de l'obligation pour l'UEMOA de déposer la moitié de ses réserves de change sur un compte d'opération au Trésor français. De plus, les responsables français ne siégeront plus au conseil d'administration de la Banque centrale des États d'Afrique de l'Ouest (BCEAO), au comité de politique monétaire ou à la commission bancaire.

La révision du cadre monétaire fait suite à des années de débat sur les implications de l'accord monétaire pour la souveraineté des huit États membres de l'UEMOA : le Bénin (B+/Stable/B), le Burkina Faso (B/Stable/B), la Guinée-Bissau, la Côte d'Ivoire, le Mali, le Niger, le Sénégal (B+/Stable/B) et le Togo (B/Stable/B). Créé en 1945, le franc CFA d'Afrique de l'Ouest est arrimé à l'euro depuis 1999, après l'avoir été au franc français. De nombreuses manifestations contre le franc CFA ont souligné l'impopularité de l'accord monétaire au sein d'une partie de la population.

Cette récente annonce a relancé le questionnement sur l'avenir de l'UEMOA. Elle soulève notamment la problématique de la stabilité monétaire et économique ainsi que celle des relations entre l'union économique et les autres membres de la CEDEAO, l'eco devant initialement être une

PRIMARY CREDIT ANALYST

Remy Carasse
Paris
(33) 1-4420-6741
remy.carasse
@spglobal.com

SECONDARY CONTACTS

Patrice Cochelin
Paris
(33) 1-4420-7325
patrice.cochelin
@spglobal.com

Sebastien Boreux
Paris
(33) 1-4075-2598
sebastien.boreux
@spglobal.com

Federico Loreti
Paris
+ 33140752509
federico.lorete
@spglobal.com

Hugo Soubrier
Paris
hugo.soubrier
@spglobal.com

Marko Mrsnik
Madrid
(34) 91-389-6953
marko.mrsnik
@spglobal.com

See complete contact list at end of article.

Entrée dans l'âge de l'eco : implications de la réforme monétaire en Afrique de l'Ouest

monnaie unique pour l'Afrique de l'Ouest anglophone et francophone. Par ailleurs, ces changements en UEMOA pourraient ouvrir la porte aux six États membres de la Communauté économique et monétaire de l'Afrique centrale (CEMAC) pour réformer leur accord monétaire avec la France.

Ainsi, que signifie l'eco pour la zone franc CFA ?

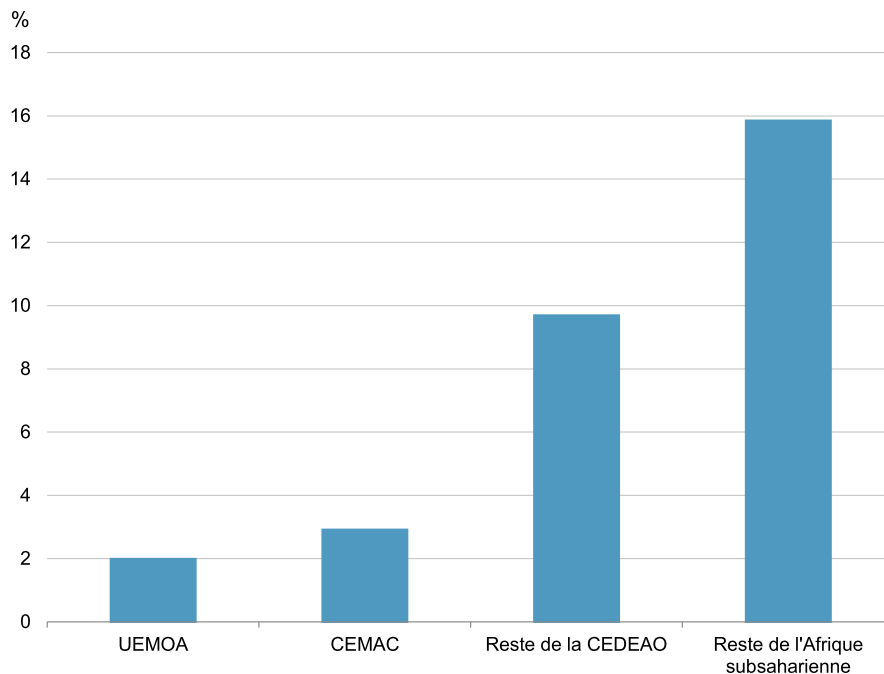
En dépit du changement de nom, la parité avec l'euro sera maintenue

La réforme monétaire conserve deux éléments clefs de l'accord existant : la parité avec l'euro, et la garantie illimitée de convertibilité par la France. À l'exception de la dévaluation de 1994, qui faisait suite à des années de pressions budgétaires et extérieures ainsi qu'à un désalignement significatif du taux de change, cette garantie a longtemps soutenu la confiance dans la monnaie. Elle a permis de contenir l'inflation, même lors de périodes de crises politiques ou de chocs de prix sur le marché des matières premières, contrairement à de nombreux autres pays d'Afrique subsaharienne (cf. Graphique 1). Les indicateurs économiques pour l'UEMOA se sont significativement améliorés par rapport aux années 1980 et 1990. Les termes de l'échange se sont renforcés, les déficits budgétaires se sont réduits tout comme celui du compte courant, et la croissance du PIB s'est fortement accélérée, notamment en Côte d'Ivoire et au Sénégal qui comptent pour plus de la moitié du PIB de l'union monétaire (40% pour la Côte d'Ivoire et 20% pour le Sénégal).

Graphique 1

L'inflation en zone franc CFA est bien inférieure à celle observée dans le reste de l'Afrique subsaharienne

Inflation moyenne 2000-2019



Source : FMI Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2019.
Copyright © 2020 par Standard & Poor's Financial Services LLC. Tous droits réservés.

Entrée dans l'âge de l'eco : implications de la réforme monétaire en Afrique de l'Ouest

Cependant, ce qui était vu comme la contrepartie de la garantie de convertibilité illimitée va disparaître : les États membres de l'UEMOA ne seront plus tenus de conserver la moitié de leurs réserves de change sur un compte d'opération au Trésor français. Autrement dit, la banque centrale régionale, la BCEAO, pourra gérer ses réserves de changes comme elle le jugera approprié. La France n'appliquera probablement plus les taux préférentiels (0,75%) actuellement accordés aux dépôts de la BCEAO au Trésor français.

Malgré ces changements, nous comprenons que l'objectif principal de la garantie de convertibilité, à savoir le taux de change fixe (1€/655,96XOF), sera maintenu. C'est pourquoi nous estimons que cette réforme ne devrait pas avoir d'effet immédiat sur nos notations souveraines (voir : "CFA Franc Reform Will Have No Immediate Effect On Sovereign Ratings In The West African Economic And Monetary Union," 23 décembre 2019).

Une monnaie unique pour les 15 États membres de la CEDEAO est peu probable à moyen terme

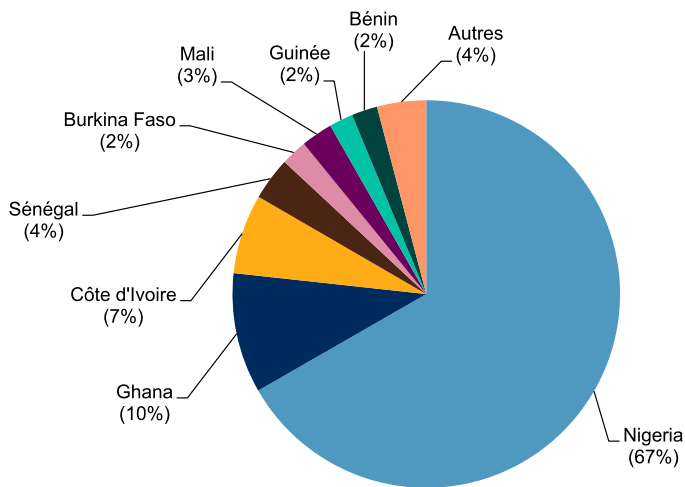
L'introduction de l'eco en UEMOA peut être perçue comme une étape préliminaire vers une monnaie unique pour la CEDEAO, projet qui a été évoqué pour la première fois il y a près de 30 ans. Les dirigeants de la CEDEAO ont formellement convenu de l'appeler ainsi à Abuja en juin 2019. Cependant, des obstacles matériels subsistent, ce qui nous amène à considérer ce projet comme peu probable à moyen terme.

La CEDEAO compte actuellement 15 membres : le Cap-Vert (B/Stable/B), la Gambie, le Ghana (B/Stable/B), la Guinée, le Liberia, le Nigeria (B/Stable/B), la Sierra Leone et les huit membres de l'UEMOA. Le PIB nigérian (cf. Graphique 2) représente environ les deux-tiers du PIB de la CEDEAO (670 milliards de dollars) et est plus de trois fois plus important que celui de l'UEMOA (130 milliards de dollars). De plus, l'économie nigériane dépend largement des recettes pétrolières (qui représentent deux-tiers des exportations) contrairement aux membres de l'UEMOA qui sont des importateurs nets d'hydrocarbures. Convenir d'une politique monétaire commune entre le Nigeria et ses partenaires de la CEDEAO semble donc difficile, d'autant plus que le Nigeria a récemment décidé de fermer ses frontières avec le Bénin et le Niger afin de réduire la contrebande et de soutenir la production agricole locale.

Graphique 2

Le Nigeria aurait un pouvoir décisionnaire prépondérant au sein de la CEDEAO

PIB des membres de la CEDEAO en % du PIB de la zone (2019)



Autres : Niger, Togo, Sierra Leone, Liberia, Cap Vert, La Gambie et Guinée-Bissau.

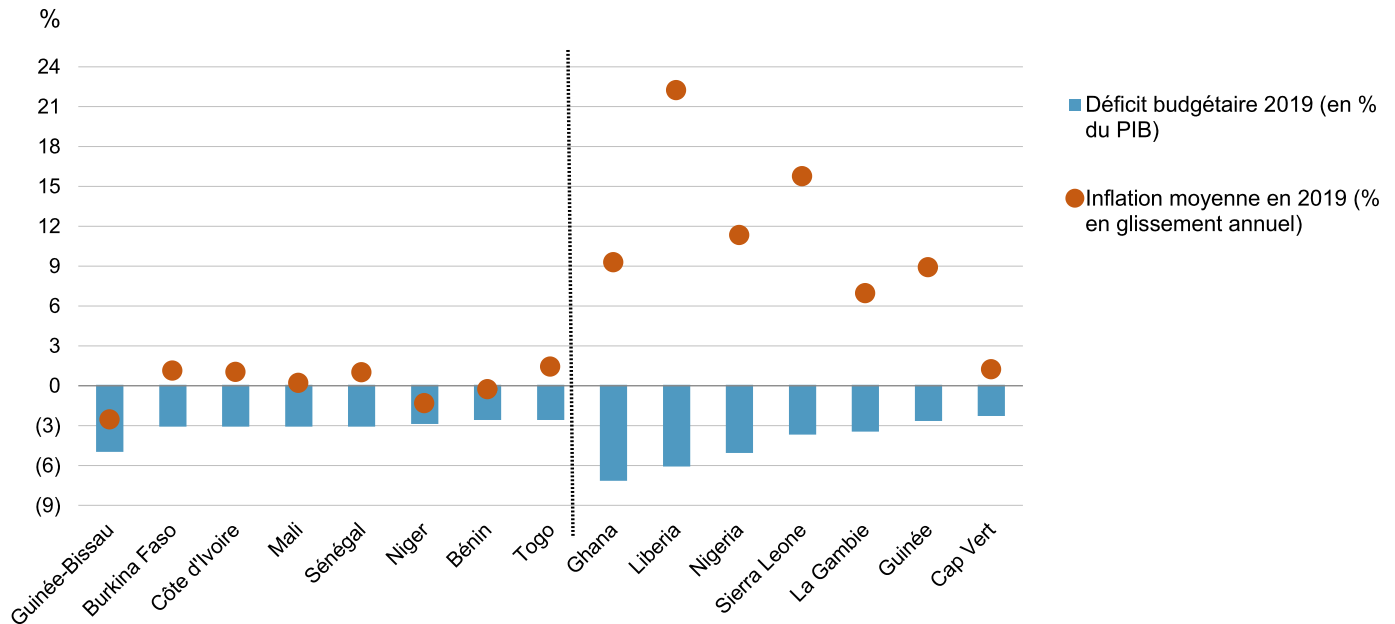
Source : FMI Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2019.

Copyright © 2020 par Standard & Poor's Financial Services LLC. Tous droits réservés.

Les États membres de la CEDEAO ont par ailleurs défini des critères de convergence nécessaires à la création d'une monnaie unique, notamment un taux d'inflation inférieur à 10% et un déficit budgétaire en deçà de 3% du PIB. Aujourd'hui, seuls le Cap-Vert, la Guinée, et sept des huit membres de l'UEMOA respectent ces deux critères (cf. Graphique 3). Théoriquement, l'UEMOA pourrait progressivement inclure d'autres membres de la CEDEAO. Cependant, la volonté de la France de garantir la convertibilité d'un éco élargi à d'autres économies n'est pas certaine. Inclure de nouveaux États au sein de l'UEMOA nécessiterait également l'accord de certaines instances européennes. En novembre 1998, lors de la substitution de l'euro au franc français, le Conseil de l'Union européenne a confirmé que la France « peut maintenir les accords sur des questions de change qui la lient actuellement à l'UEMOA ». Néanmoins, « tout projet tendant à modifier la nature ou la portée de ces accords » doit être approuvé « par le Conseil sur recommandation de la Commission et après consultation de la Banque centrale européenne ».

Graphique 3

Les membres de l'UEMOA sont plus proches des critères de convergence que le reste de la CEDEAO



Sources : S&P Global Ratings, FMI.

Copyright © 2020 par Standard & Poor's Financial Services LLC. Tous droits réservés.

Le président du Ghana, Monsieur Nana Akufo-Addo, a déclaré qu'une monnaie unique pour la CEDEAO devrait suivre un régime de change flexible, exhortant ses partenaires à le mettre en œuvre dès que possible. Cependant, un régime de change flexible soulève des risques importants en termes de choc monétaire pour les économies de l'UEMOA, notamment pour celles qui ont accru leur recours aux emprunts en devises au cours des dernières années.

En cas de dévaluation, la Côte d'Ivoire et le Sénégal seraient les plus affectés

Bien qu'un choc sur le taux de change ne fasse pas partie de notre scénario central, nous avons construit un indice pour évaluer la sensibilité relative des huit membres de l'UEMOA à une dévaluation (comme nous l'avons fait pour la première fois dans notre article « Francs CFA : Quels pays souffriraient le plus d'une dévaluation ? », publié le 4 décembre 2017 sur RatingsDirect). Nous avons également inclus dans le classement les six membres de la CEMAC, qui a un accord monétaire similaire avec la France.

La carte ci-dessous (cf. Graphique 4) classe les pays en fonction de leur vulnérabilité à une dévaluation, déterminée à partir d'indicateurs d'endettement, budgétaire, et extérieur. Le classement est dérivé à partir d'un indice obtenu par la somme de trois facteurs normalisés et convertis sur une échelle de 0 à 1.

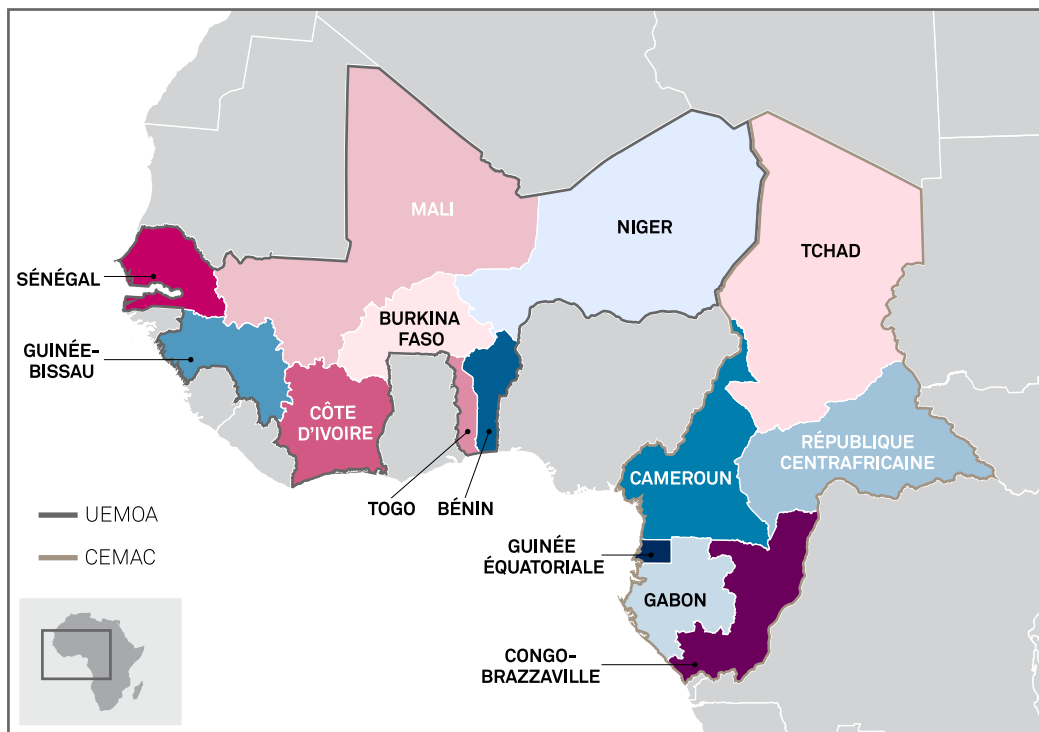
Entrée dans l'âge de l'eco : implications de la réforme monétaire en Afrique de l'Ouest

L'indice de sensibilité comprend :

- La sensibilité de la dette. Nous avons comparé les niveaux de dette publique en devises pour déterminer l'impact direct d'une dévaluation sur le niveau de la dette des États.
- La sensibilité budgétaire. Nous avons pris en compte le déficit budgétaire pour évaluer l'importance des besoins de financement des États.
- La sensibilité extérieure et inflationniste. Nous avons comparé le poids des importations de chaque pays afin d'analyser l'impact d'une dévaluation sur l'inflation importée.

Graphique 4

Classement des pays de la zone franc CFA selon leur sensibilité à une dévaluation



Pays	Zone monétaire	Notes	Classement (1 = plus exposé)	Dette publique en devises	Solde budgétaire	Importations de biens et services
Congo-Brazzaville	CEMAC	(B-/Stable/B)	1	61%	7,0%	-59%
Sénégal	UEMOA	(B+/Stable/B)	2	50%	-3,0%	-35%
Côte d'Ivoire	UEMOA	NR	3	38%	-3,0%	-29%
Togo	UEMOA	(B/Stable/B)	4	19%	-2,5%	-44%
Mali	UEMOA	NR	5	26%	-3,0%	-35%
Tchad	CEMAC	NR	6	25%	-0,1%	-45%
Burkina Faso	UEMOA	(B/Stable/B)	7	25%	-3,0%	-36%
Niger	UEMOA	NR	8	28%	-2,8%	-33%
Gabon	CEMAC	NR	9	41%	1,8%	-32%
République centrafricaine	CEMAC	NR	10	37%	1,8%	-34%
Guinée-Bissau	UEMOA	NR	11	12%	-4,9%	-31%
Cameroun	CEMAC	(B/Négative/B)	12	28%	-3,0%	-21%
Bénin	UEMOA	(B+/Stable/B)	13	24%	-2,5%	-25%
Guinée équatoriale	CEMAC	NR	14	11%	1,3%	-29%

Notes : Les données sont basées sur les dernières estimations pour 2019. Nous constatons que pour certains pays, la diffusion des données économiques présente des lacunes et des écarts importants, ainsi que des retards de publication. Nous pourrions revoir nos données si celles-ci venaient à être révisées. NR – Non noté.

Sources : S&P Global Ratings, IMF.

Copyright © 2020 par Standard & Poor's Financial Services LLC. Tous droits réservés.

Entrée dans l'âge de l'eco : implications de la réforme monétaire en Afrique de l'Ouest

La Côte d'Ivoire et le Sénégal apparaissent comme les plus sensibles à une dévaluation en UEMOA, principalement du fait du poids important de leur dette en devises (environ 40% et 50% du PIB respectivement).

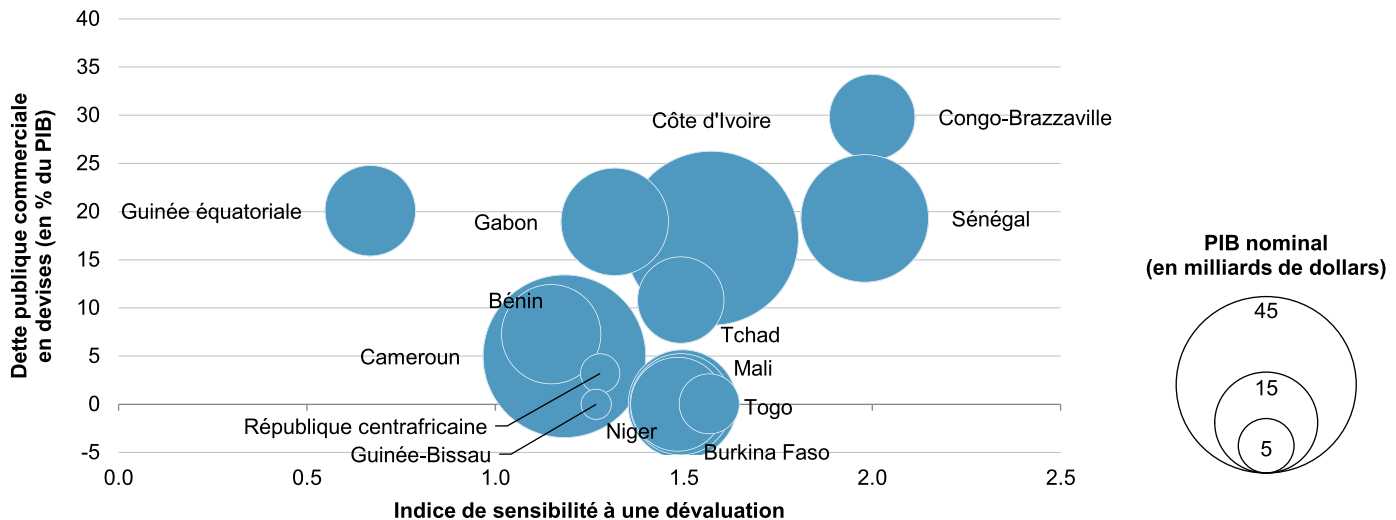
Les émissions de dettes commerciales en devises expliquent largement cette vulnérabilité. La demande et l'intérêt des investisseurs pour les Eurobonds africains ont augmenté au cours de la dernière décennie, notamment en raison des politiques monétaires expansionnistes des principales banques centrales dans le monde. À l'instar d'autres États d'Afrique subsaharienne, la Côte d'Ivoire et le Sénégal ont utilisé les Eurobonds comme un moyen de diversifier leurs sources de financement notamment par rapport au financement traditionnel multilatéral et bilatéral. Ils ont ainsi renforcé leur intégration au marché financier international et pu financer leurs importants besoins en infrastructures. Le Bénin a rejoint ce club l'année dernière en émettant son premier Eurobond en mars (voir « Benin's Debut Eurobond Assigned 'B+' Issue Rating », publié le 2 avril 2019 sur RatingsDirect).

La part importante de la dette commerciale (environ 50% de l'endettement en devises en Côte d'Ivoire, 40% au Sénégal et 30% au Bénin) est un fait nouveau depuis la dévaluation de 1994 (cf. Graphique 5). Les membres de l'UEMOA devront en tenir compte s'ils décident de passer à un régime de change flexible, mettant fin à la garantie de convertibilité par la France. Une dévaluation aurait un effet immédiat et significatif sur la situation budgétaire de ces États à travers une augmentation matérielle du poids de leur dette. Toutes choses égales par ailleurs, si leur monnaie se dévaluait de 50% comme ce fut le cas en 1994, la dette en devises exprimée en monnaie locale augmenterait du même montant. Si une dévaluation améliorerait la compétitivité à l'export, les gains budgétaires associés seraient sans doute insuffisants pour compenser l'envolée soudaine de l'endettement. Une dévaluation provoquerait ainsi une pression à la baisse sur nos notations souveraines en UEMOA.

En CEMAC, le Congo, qui représente environ 10% du PIB de la zone, apparaît comme le plus vulnérable à une dévaluation en raison de sa forte dépendance aux recettes d'hydrocarbures et de la lenteur des réformes budgétaires suite à la chute des cours du pétrole en 2014. Le Congo a la plus importante part des importations dans son PIB (60%) de la zone, le rendant le plus exposé à une flambée des prix si la monnaie s'effondre. Avec l'une des plus fortes proportions de dette commerciale en devises par rapport à son PIB, une dévaluation accroîtrait significativement son endettement déjà élevé. Dans un tel scénario, nous estimons que le Congo serait soumis à de fortes contraintes budgétaires, accroissant le risque d'un nouveau défaut souverain.

Graphique 5

En cas de dévaluation, les principales économies verraient leur endettement croître soudainement



Les bulles sont proportionnelles au PIB nominal (en milliards de dollars). Les données sont basées sur les dernières estimations pour 2019/2018. Nous constatons que pour certains pays, la diffusion des données économiques présente des lacunes et des écarts importants, ainsi que des retards de publication. Nous pourrions revoir nos données si celles-ci venaient à être révisées. Sources : S&P Global Ratings, FMI. Copyright © 2020 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

La discipline budgétaire sera nécessaire pour préserver la stabilité économique de l'union monétaire

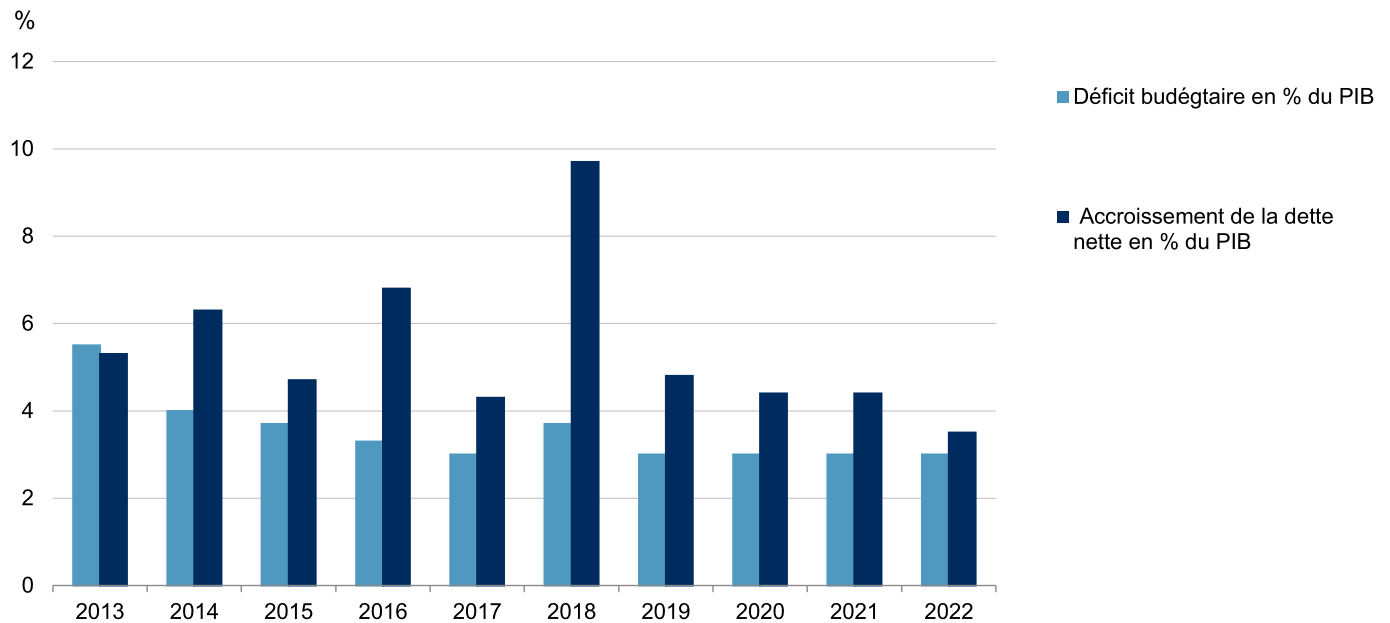
Les membres de l'UEMOA présentent tous des déficits des transactions courantes élevés et donc des besoins de financements extérieurs significatifs, comme une grande partie des pays aux revenus faibles avec d'importants manques en infrastructures. Cela explique en partie leur dépendance aux importations, et souligne l'impact qu'une dévaluation pourrait avoir sur l'inflation importée. Les besoins en investissements sont matériels ; c'est pourquoi les membres de l'UEMOA ont significativement accru leurs dépenses publiques, en ligne avec leurs plans nationaux de développement (Plan Sénégal émergent, Programme d'actions du gouvernement béninois, Plan national de développement togolais etc.). Par conséquent, les émissions de dettes souveraines commerciales ont représenté une part croissante des financements extérieurs nets. De ce fait, il existe un lien important entre les déficits budgétaires et extérieurs.

La plupart des États membres de l'UEMOA ont atteint, ou se sont engagés à respecter, un critère de convergence limitant les déficits budgétaires à 3% du PIB, ce qui reflète une amélioration du cadre institutionnel dans la zone. Néanmoins, les déficits budgétaires reportés n'ont pas été les seuls facteurs responsables de l'augmentation de la dette publique en UEMOA. Les besoins de financement hors-budget, l'appui financier à des entreprises publiques ou l'apurement d'arriérés accumulés sont également à l'origine de la croissance de l'endettement. Dans le cas du Sénégal (cf. Graphique 6), le soutien financier accordé dans le passé au groupe postal SN La Poste par le biais d'une autorisation de découvert, ainsi que des transactions budgétaires initiées lors d'exercices antérieurs et reportées d'une année sur l'autre, ont contribué au pic historique de

l'emprunt net de l'État de 9,7% du PIB en 2018, bien au-delà des 3,7% de déficit budgétaire reporté (voir : "Senegal Outlook Revised To Stable On Rapid Increase In Government Debt; Ratings Affirmed At 'B+/B'," publié le 6 décembre 2019 sur RatingsDirect).

Graphique 6

Au Sénégal, l'emprunt public net a été systématiquement supérieur au déficit reporté depuis 2014



Source : S&P Global Ratings

Copyright © 2020 par Standard & Poor's Financial Services LLC. Tous droits réservés.

De plus, à l'instar de nombreux autres pays dans la région, la principale faiblesse des États membres de l'UEMOA reste la faible amélioration des taux de fiscalisation de l'économie (en deçà de 20% du PIB pour la Côte d'Ivoire et le Sénégal). Ces faibles taux entraînent un ratio - dette sur recettes budgétaires - supérieur à 250%, ce qui représente un niveau d'endettement public particulièrement élevé pour des économies à ce stade de développement. C'est pourquoi les États se concentrent sur la formalisation de leurs économies, et donc sur l'augmentation de leurs recettes fiscales, compte tenu de la très forte taille de l'économie informelle en UEMOA. Les principales réformes structurelles dans ce domaine concernent l'amélioration de la collecte des impôts, du climat des affaires ainsi que celle du marché du travail. La question de savoir si l'augmentation de la dette publique, qui a soutenu l'impressionnante croissance en Côte d'Ivoire et au Sénégal ces dernières années, sera bénéfique à l'avenir, dépendra de l'effet catalyseur des investissements publics sur les investissements privés, à la fois locaux et étrangers.

Quel que soit le régime de change que choisiront les membres de l'UEMOA, qu'il s'agisse du maintien de l'arrimage à l'euro, d'opter pour un arrimage à un panier de devises (comportant l'euro, le dollar américain et le renminbi, la Chine étant devenue un partenaire commercial clef) ou d'opter pour un régime de change flottant, la discipline budgétaire et une politique économique forte (passant notamment par un renforcement du cadre institutionnel), seront d'autant plus

importantes pour la stabilité économique de l'union monétaire.

Rapports associés

- CFA Franc Reform Will Have No Immediate Effect On Sovereign Ratings In The West African Economic And Monetary Union, décembre 2019
- Francs CFA : Quels pays souffriraient le plus d'une dévaluation ?, décembre 2017
- Equatorial Guinea's New IMF Program Should Support CEMAC's Economic Stability, Says Report, janvier 2020
- Benin 'B+/B' Ratings Affirmed; Outlook Stable, 20 décembre 2019
- Senegal Outlook Revised To Stable On Rapid Increase In Government Debt; Ratings Affirmed At 'B+/B', 6 décembre 2019
- Summary: Burkina Faso, 15 novembre 2019
- Summary: Togo, 25 octobre 2019

Seul un comité de notation peut décider d'une action de notation. Ce rapport ne constitue pas une action de notation.

Contact List

PRIMARY CREDIT ANALYST

Remy Carasse
Paris
(33) 1-4420-6741
remy.carasse@spglobal.com

SECONDARY CONTACT

Patrice Cochelin
Paris
(33) 1-4420-7325
patrice.cochelin@spglobal.com

SECONDARY CONTACT

Sebastien Boreux
Paris
(33) 1-4075-2598
sebastien.boreux@spglobal.com

SECONDARY CONTACT

Federico Loreti
Paris
+ 33140752509
federico.loreti@spglobal.com

SECONDARY CONTACT

Hugo Soubrier
Paris
hugo.soubrier@spglobal.com

SECONDARY CONTACT

Marko Mrsnik
Madrid
(34) 91-389-6953
marko.mrsnik@spglobal.com

ADDITIONAL CONTACT

EMEA Sovereign and IPF
SovereignIPF@spglobal.com

Copyright © 2020 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

No content (including ratings, credit-related analyses and data, valuations, model, software or other application or output therefrom) or any part thereof (Content) may be modified, reverse engineered, reproduced or distributed in any form by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of Standard & Poor's Financial Services LLC or its affiliates (collectively, S&P). The Content shall not be used for any unlawful or unauthorized purposes. S&P and any third-party providers, as well as their directors, officers, shareholders, employees or agents (collectively S&P Parties) do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of the Content. S&P Parties are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, for the results obtained from the use of the Content, or for the security or maintenance of any data input by the user. The Content is provided on an "as is" basis. S&P PARTIES DISCLAIM ANY AND ALL EXPRESS OR IMPLIED WARRANTIES, INCLUDING, BUT NOT LIMITED TO, ANY WARRANTIES OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE, FREEDOM FROM BUGS, SOFTWARE ERRORS OR DEFECTS, THAT THE CONTENT'S FUNCTIONING WILL BE UNINTERRUPTED OR THAT THE CONTENT WILL OPERATE WITH ANY SOFTWARE OR HARDWARE CONFIGURATION. In no event shall S&P Parties be liable to any party for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including, without limitation, lost income or lost profits and opportunity costs or losses caused by negligence) in connection with any use of the Content even if advised of the possibility of such damages.

Credit-related and other analyses, including ratings, and statements in the Content are statements of opinion as of the date they are expressed and not statements of fact. S&P's opinions, analyses, and rating acknowledgment decisions (described below) are not recommendations to purchase, hold, or sell any securities or to make any investment decisions, and do not address the suitability of any security. S&P assumes no obligation to update the Content following publication in any form or format. The Content should not be relied on and is not a substitute for the skill, judgment and experience of the user, its management, employees, advisors and/or clients when making investment and other business decisions. S&P does not act as a fiduciary or an investment advisor except where registered as such. While S&P has obtained information from sources it believes to be reliable, S&P does not perform an audit and undertakes no duty of due diligence or independent verification of any information it receives. Rating-related publications may be published for a variety of reasons that are not necessarily dependent on action by rating committees, including, but not limited to, the publication of a periodic update on a credit rating and related analyses.

To the extent that regulatory authorities allow a rating agency to acknowledge in one jurisdiction a rating issued in another jurisdiction for certain regulatory purposes, S&P reserves the right to assign, withdraw, or suspend such acknowledgement at any time and in its sole discretion. S&P Parties disclaim any duty whatsoever arising out of the assignment, withdrawal, or suspension of an acknowledgment as well as any liability for any damage alleged to have been suffered on account thereof.

S&P keeps certain activities of its business units separate from each other in order to preserve the independence and objectivity of their respective activities. As a result, certain business units of S&P may have information that is not available to other S&P business units. S&P has established policies and procedures to maintain the confidentiality of certain nonpublic information received in connection with each analytical process.

S&P may receive compensation for its ratings and certain analyses, normally from issuers or underwriters of securities or from obligors. S&P reserves the right to disseminate its opinions and analyses. S&P's public ratings and analyses are made available on its Web sites, www.standardandpoors.com (free of charge), and www.capitaliq.com (subscription), and may be distributed through other means, including via S&P publications and third-party redistributors. Additional information about our ratings fees is available at www.standardandpoors.com/usratingsfees.

STANDARD & POOR'S, S&P and RATINGSDIRECT are registered trademarks of Standard & Poor's Financial Services LLC.