

# Francs CFA : Quels pays souffriraient le plus d'une dévaluation ?

**Analyste principal :**

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

**Analystes secondaires :**

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

Marko Msrnik, Madrid (34) 91-389-6953; marko.msrnik@spglobal.com

Leo Renaudin, Paris +33144206704; leo.renaudin@spglobal.com

Ghita Lamriki, Paris +33144206709; ghita.lamriki@spglobal.com

## Sommaire

---

### Points clés

Quelques rappels sur la zone franc CFA

Un risque de dévaluation plus élevé dans la CEMAC que dans l'UEMOA

Déjà fragile, l'économie du Congo est la plus exposée en cas de dévaluation

Le poids de la dette augmenterait considérablement au Cameroun et au Gabon dans la CEMAC, et en Côte d'Ivoire et au Sénégal dans l'UEMOA

La dévaluation ne fait pas partie de notre scénario central

Parfois impopulaire, le franc CFA est peut-être meilleur que ses alternatives

Rapports associés

# Francs CFA : Quels pays souffriraient le plus d'une dévaluation ?

## Points clés

- La chute des cours pétroliers, l'atonie du processus d'intégration ainsi que la résurgence d'une opposition politique ont fait naître des craintes sur l'avenir des francs CFA utilisés par deux zones monétaires africaines : la CEMAC en Afrique centrale et l'UEMOA en Afrique de l'Ouest.
- Notre analyse suggère des pressions plus élevées sur le franc CFA d'Afrique centrale que sur celui de l'Afrique de l'Ouest. Parmi les 14 pays qui composent ces deux zones monétaires, le Congo apparaît comme le plus vulnérable à une dévaluation.
- Si une dévaluation avait lieu, les plus grandes économies de chaque zone – le Cameroun et le Gabon dans la CEMAC, la Côte d'Ivoire et le Sénégal dans l'UEMOA – verraient le poids de leur dette considérablement augmenter.
- Malgré les pressions évoquées ci-dessus, nous attribuons une perspective stable aux pays de la zone que nous notons, la dévaluation ne faisant actuellement pas partie de notre scénario central.
- Dans la CEMAC, nous considérons que les programmes conclus récemment entre le FMI et la plupart des pays de la zone pourraient atténuer les déséquilibres extérieurs et budgétaires.
- Dans l'UEMOA, nous pensons que l'activité économique, relativement dynamique en Côte d'Ivoire et au Sénégal, devrait limiter les pressions sur le taux de change.

La CEMAC et l'UEMOA font de nouveau l'objet d'une vive attention quant à la soutenabilité de leurs devises respectives. Celle-ci se nourrit d'un contexte de chute des cours pétroliers qui a accentué les déséquilibres extérieurs et budgétaires, d'entraves à la convergence économique et d'une résurgence des débats sur la souveraineté des Etats au sein des deux unions monétaires.

Le moment est donc selon nous opportun pour examiner les vulnérabilités des deux monnaies à une hypothétique dévaluation.

Il convient de préciser qu'une dévaluation ne fait pas partie du scénario central de S&P Global Ratings. La perspective associée à la note des Etats que nous notons au sein des deux zones monétaires est stable. La combinaison de plusieurs facteurs, tels que les programmes avec le FMI, le regain de dynamisme économique dans certains pays, ainsi que la relative faiblesse de l'euro, ont permis de contenir les pressions sur le franc CFA d'Afrique centrale (XAF) et le franc CFA d'Afrique de l'ouest (XOF), tous deux arrimés à l'euro.

Néanmoins, la parité actuelle n'est pas garantie. Une dévaluation aurait des conséquences négatives sur les notes que nous attribuons en zone franc.

## Quelques rappels sur la zone franc CFA

Points de repère : les deux zones franc CFA		
Nom	L'UEMOA est l'Union économique et monétaire ouest-africaine	La CEMAC est la Communauté économique et monétaire de l'Afrique centrale

Points de repère : les deux zones franc CFA (cont.)		
Pays membres	Benin, Burkina Faso, Côte d'Ivoire, Guinée-Bissau, Mali, Niger, Sénégal et Togo	Cameroun, République centrafricaine, Tchad, République du Congo, Guinée Equatoriale et Gabon
Monnaie	Franc de la communauté financière africaine (XOF)	Franc de la Coopération financière en Afrique centrale (XAF)
Banque centrale	Banque centrale des Etats de l'Afrique de l'ouest (BCEAO)	Banque des Etats de l'Afrique centrale (BEAC)
PIB 2016	98 milliards de dollars	73 milliards de dollars
Croissance moyenne du PIB réel 2017-2020	6,6%	2,6%
Dette commerciale en devises étrangères 2016	7,2 milliards de dollars	6,7 milliards de dollars
Pays notés par S&P Global Ratings	Sénégal (B+/Stable/B), Burkina Faso (B/Stable/B)	Cameroun (B/Stable/B), République du Congo (CCC+/Stable/C)

Sources : S&P Global Ratings, Fonds monétaire international

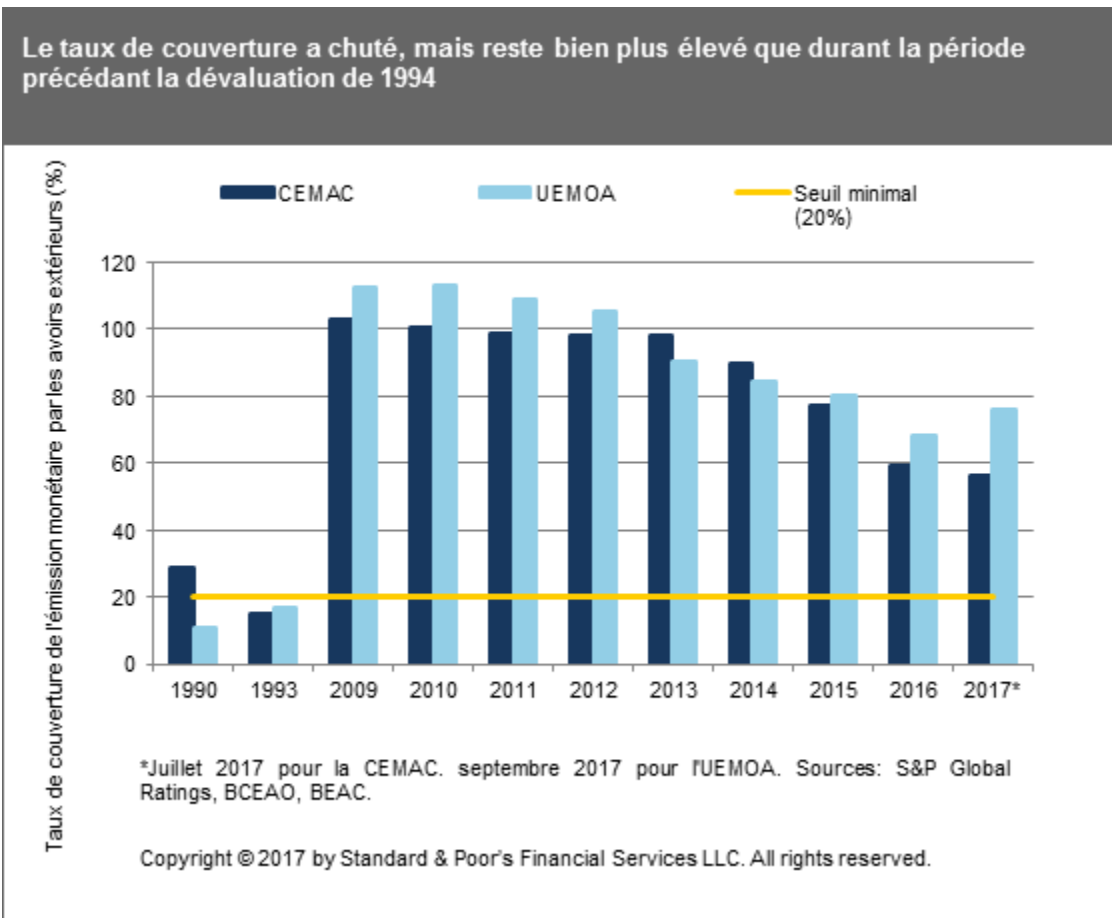
Les deux monnaies (XAF et XOF) sont arrimées à l'euro depuis 1999, après l'avoir été au franc français. Le Trésor français garantit la convertibilité de ces deux monnaies en offrant la possibilité d'un découvert illimité aux deux banques centrales régionales. En contrepartie, ces dernières doivent déposer 50% de leurs réserves de change sur leurs comptes d'opérations respectifs, comptes à vue ouverts auprès du Trésor français.

Le XAF et le XOF ont tous deux été dévalués de 50% vis-à-vis du franc français en 1994. Bien que la parité des deux francs CFA à l'euro soit la même et que les mécanismes de coopération monétaire avec la France soient très proches, la CEMAC et l'UEMOA sont deux zones monétaires bien distinctes. La dévaluation pourrait ainsi se produire dans l'une des deux zones uniquement, contrairement à ce qui s'est produit en 1994.

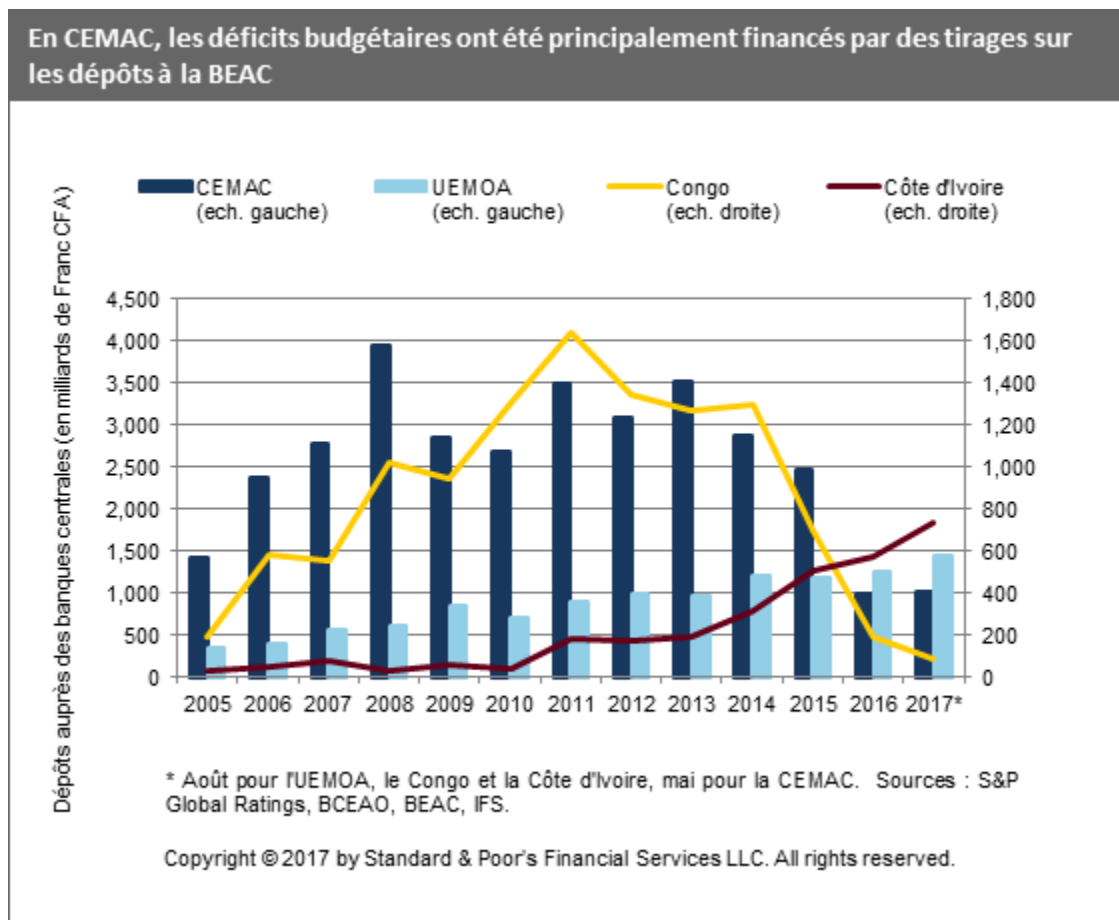
## Un risque de dévaluation plus élevé dans la CEMAC que dans l'UEMOA

La CEMAC, très dépendante des recettes pétrolières, est exposée à des pressions importantes depuis la forte chute des cours pétroliers en 2014. Les termes de l'échange se sont considérablement détériorés (Graphique 5). Entre 2013 et 2016, le déficit des transactions courantes de la zone est passé de 1% à 9% et le déficit budgétaire de 3% à 7%. Les déficits des transactions courantes ont été principalement financés par les réserves de change, qui sont passées de 18 milliards de dollars à 5 milliards de dollars sur la même période. Le taux de couverture de l'émission monétaire (rapport entre les avoirs extérieurs de la BEAC et ses engagements monétaires) est passé de 98% en juillet 2014 à 56% en juillet 2017 (Graphique 1), celui-ci restant cependant au-dessus du seuil minimal de 20% indiqué dans le cadre de l'arrangement avec le Trésor français. De même, les déficits budgétaires des pays de la zone ont été largement financés par les tirages sur leurs dépôts auprès de la BEAC, qui ont chuté de 3 500 milliards de francs CFA à moins de 1 000 milliards entre 2013 et 2016 (Graphique 2). La BEAC a également accordé des avances statutaires, pour lesquels tous les pays ont atteint leur plafond, à l'exception du Cameroun.

Graphique 1



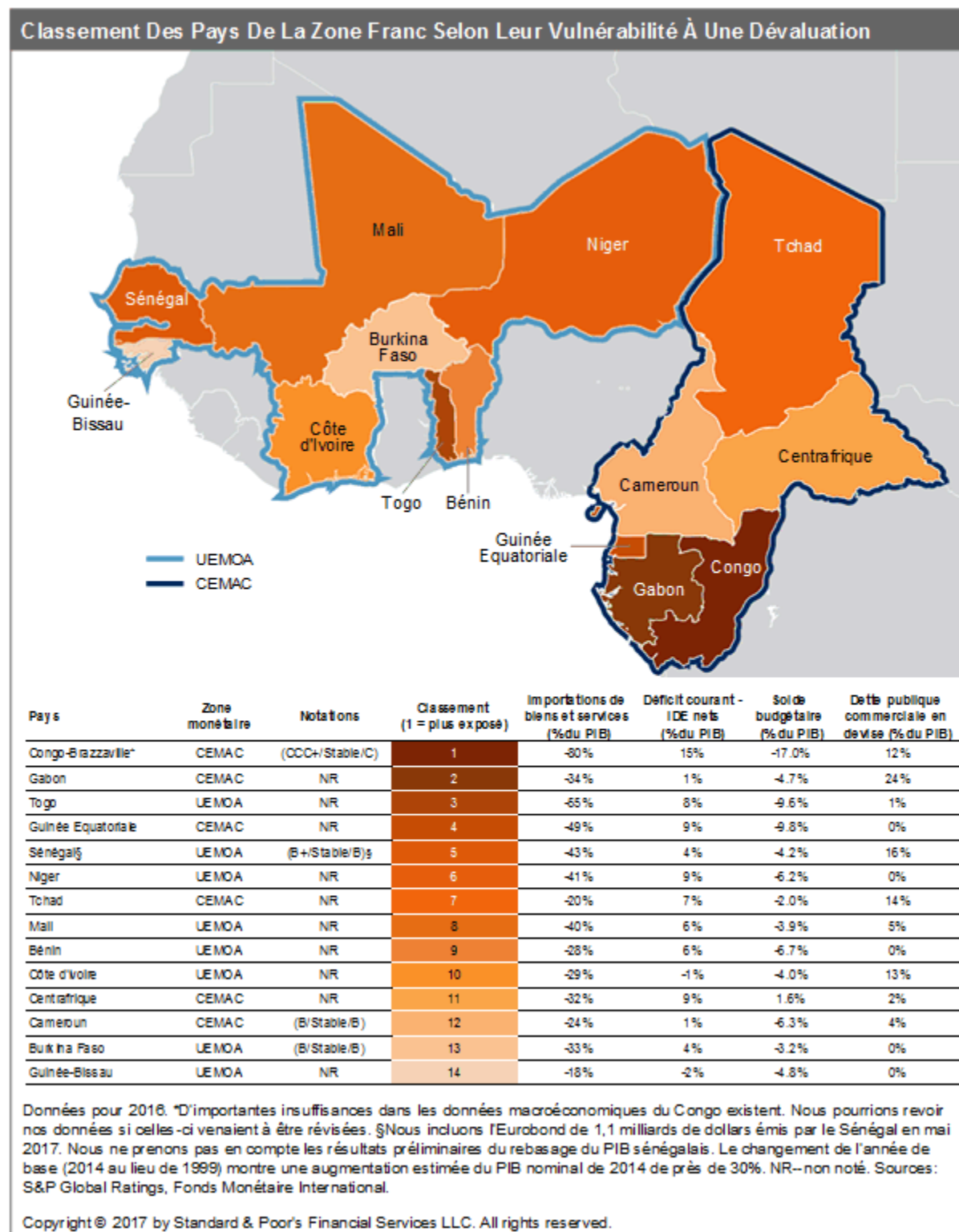
Graphique 2



Nous considérons que la situation de l'UEMOA, qui se caractérise par des économies plus diversifiées que la CEMAC, est plus favorable. Le PIB de l'UEMOA a dépassé celui de la CEMAC en 2014 et est aujourd'hui près de 30% au-dessus. Les économies les plus importantes de la zone, la Côte d'Ivoire et le Sénégal, connaissent une croissance économique dynamique et affichent généralement une meilleure gouvernance que les principales économies de la CEMAC. Nous projetons une croissance du PIB réel de 7,5% en Côte d'Ivoire et 6,7% au Sénégal pour 2017. Les termes de l'échange de l'UEMOA se sont améliorés ces dernières années, particulièrement en Côte d'Ivoire (Graphique 5). Les réserves de change (qui couvraient 76% des engagements monétaires en septembre 2017 ; Graphique 1) et les dépôts à la BCEAO (qui s'élevaient à 1 450 milliards de Franc CFA en août 2017 ; Graphique 2) demeurent à des niveaux confortables selon nous, notamment en comparaison avec la CEMAC.

Bien que la dévaluation ne fasse pas partie de notre scénario central, ni pour la CEMAC, ni pour l'UEMOA, nous avons construit un indice de sensibilité à la dévaluation afin d'analyser la vulnérabilité relative des 14 pays membres à un choc sur le taux de change. La carte ci-dessous classe les pays en fonction de leur sensibilité à la dévaluation, déterminée à partir d'indicateurs d'inflation, extérieurs, budgétaires, et d'endettement. Le classement est dérivé à partir d'un indice obtenu par la somme de quatre facteurs normalisés et convertis sur une échelle de 0 à 1.

Graphique 3



L'indice de sensibilité comprend :

- La sensibilité à l'inflation. Nous avons comparé le poids des importations dans chaque zone afin d'analyser l'impact d'une dévaluation sur l'inflation importée.
- Le besoin de financement extérieur. Nous avons calculé quelle part du déficit des transactions courantes est financée par des flux autres que des investissements directs étrangers (IDE), par exemple des emprunts extérieurs (i.e. déficit des transactions courantes moins les flux nets d'IDE).
- La sensibilité budgétaire. Nous prenons en compte le déficit budgétaire pour évaluer l'importance des besoins de financement de l'Etat.
- La sensibilité de la dette. Nous avons comparé les niveaux de dette publique commerciale en devises pour déterminer l'impact direct d'une dévaluation sur le niveau de dette des Etats.

## **Déjà fragile, l'économie du Congo est la plus exposée en cas de dévaluation**

La République du Congo (CCC+/Stable/C), dont le PIB représente 10% de l'ensemble de la CEMAC, apparaît la plus vulnérable à une dévaluation, en raison de sa forte dépendance aux recettes pétrolières et de l'absence de réelles réformes budgétaires depuis la chute des cours pétroliers en 2014. L'ampleur du retournement de la conjoncture économique et budgétaire – le déficit des transactions courantes s'étant significativement creusé et les excédents budgétaires ayant laissé place à des déficits à deux chiffres – reflète les vulnérabilités de l'économie congolaise.

Le pays présente la part d'importations rapportées au PIB (80%) la plus élevée de la zone, le rendant le plus vulnérable à une envolée des prix si la monnaie était dévaluée. Le déficit de la balance des transactions courantes s'est creusé plus que dans les autres économies de la CEMAC, accroissant de manière significative ses besoins de financement extérieur. Nous estimons à 15% du PIB ses besoins de financement par des flux hors investissements directs étrangers (IDE).

Le Congo affiche également le déficit budgétaire le plus élevé des deux zones monétaires. Une dévaluation creuserait le déficit, par l'intermédiaire, par exemple, du paiement des intérêts en devises étrangères. Le Congo doit s'acquitter chaque semestre du paiement de près de 20 millions de dollars (charges d'intérêts et remboursement en capital) au titre de son Eurobond de 478 millions de dollars qui arrive à échéance en 2029. Le Congo a fait défaut sur ce paiement à deux reprises, en 2016 et 2017. Le gouvernement congolais a d'ores et déjà épuisé la majeure partie de ses dépôts à la BEAC pour financer son déficit budgétaire. L'accès aux marchés financiers internationaux est limité étant donné la situation économique du pays et les deux défauts de paiement ces deux dernières années (les investisseurs ayant été payés après la période de grâce). Les émissions sur le marché régional pourraient ne plus être possibles si la confiance des investisseurs dans le pays ou la zone continuait à se détériorer.

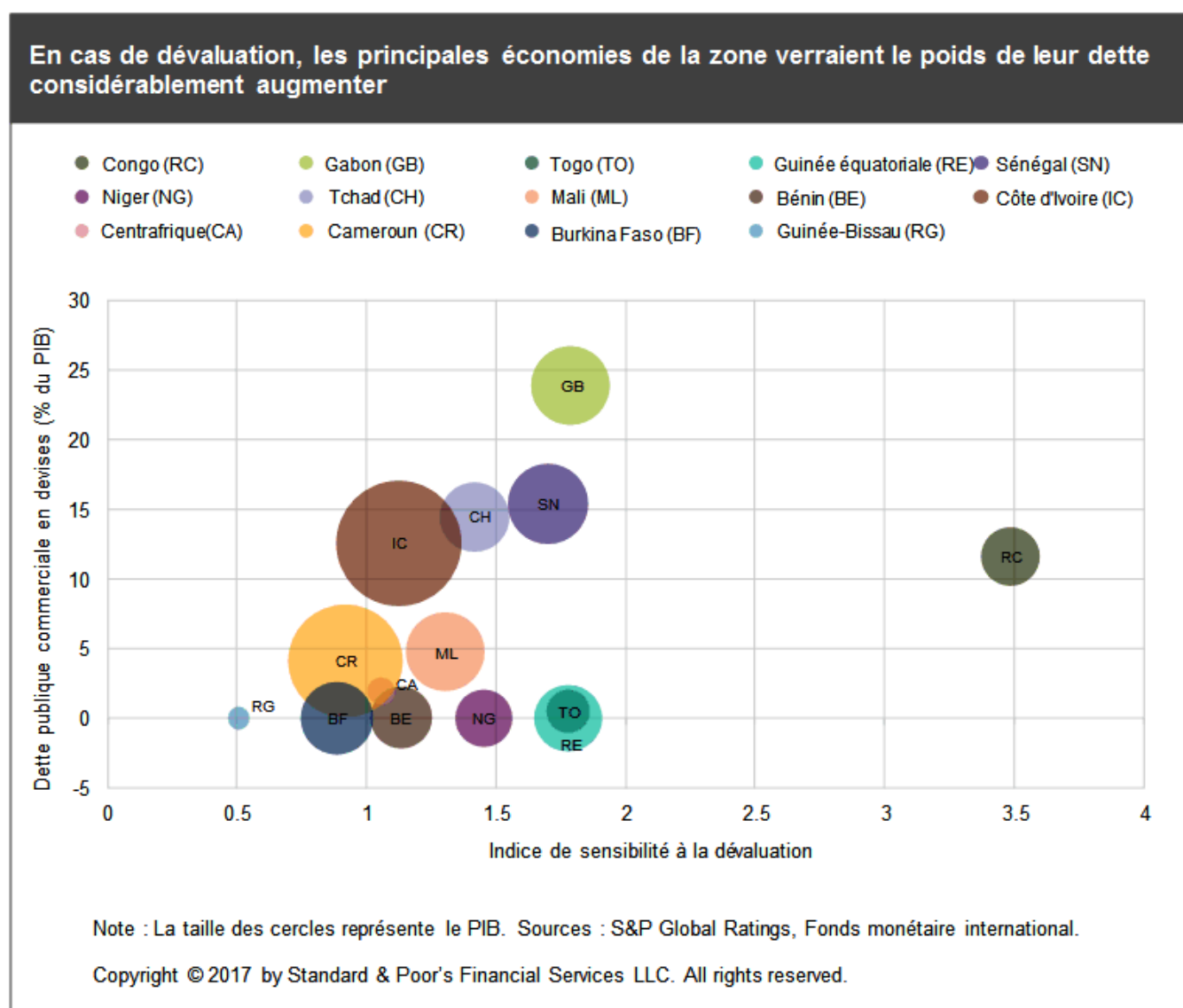
La dette commerciale congolaise étant importante - parmi les plus élevées de la zone en pourcentage du PIB -, une dévaluation viendrait mécaniquement alourdir le poids de la dette du Congo, qui est déjà élevé. Dans ce scénario, nous pensons que le Congo serait soumis à des tensions budgétaires très fortes, augmentant le risque d'un nouveau défaut. En conséquence, les pressions sur la notation du pays augmenteraient.

Il convient de souligner l'insuffisance et les retards de publication des données macroéconomiques disponibles pour le Congo. Nous pourrions revoir nos données si les statistiques nationales étaient actualisées.

## Le poids de la dette augmenterait considérablement au Cameroun et au Gabon dans la CEMAC, et en Côte d'Ivoire et au Sénégal dans l'UEMOA

Le poids de la dette commerciale en devises étrangères étant relativement important au sein des principales économies des deux zones, une dévaluation accroîtrait fortement le poids de leur endettement. Dans la CEMAC, le Cameroun (40% du PIB régional) et le Gabon (20%) sont les principaux contributeurs au PIB de la zone, tandis que dans l'UEMOA, la Côte d'Ivoire (35%) et le Sénégal (15%) pèsent pour la moitié du PIB régional (Graphique 4).

Graphique 4





Au cours des dernières années, la dette commerciale en devises étrangères a sensiblement augmenté dans ces quatre pays, principalement via l'émission d'Eurobonds. L'intérêt des investisseurs, notamment non-résidents, pour les Eurobonds des pays africains s'est accru au cours de la dernière décennie, nourri entre autres par les politiques monétaires expansionnistes des principales banques centrales, dont la BCE et la Federal Reserve.

Comme pour les autres pays d'Afrique subsaharienne, les Eurobonds sont pour certains pays de la zone franc un moyen à la fois de diversifier leurs sources de financement (notamment par rapport au financement traditionnel multilatéral et bilatéral) et d'approfondir l'accès aux marchés financiers internationaux. Le Gabon, la Côte d'Ivoire et le Sénégal ont déjà émis plusieurs Eurobonds et le Cameroun a émis son premier Eurobond en 2015. Le Gabon enregistre aujourd'hui la dette commerciale en devises (24% du PIB) la plus importante au sein de la CEMAC, le Sénégal ayant la part la plus élevée (16%) dans l'UEMOA. Nous incluons dans ce calcul l'Eurobond de 1,1 milliard de dollars émis par le Sénégal en mai 2017, mais pas les résultats préliminaires du rebasage du PIB sénégalais. Ce changement de l'année de base (2014 au lieu de 1999) montre une augmentation estimée du PIB nominal de 2014 de près de 30%.

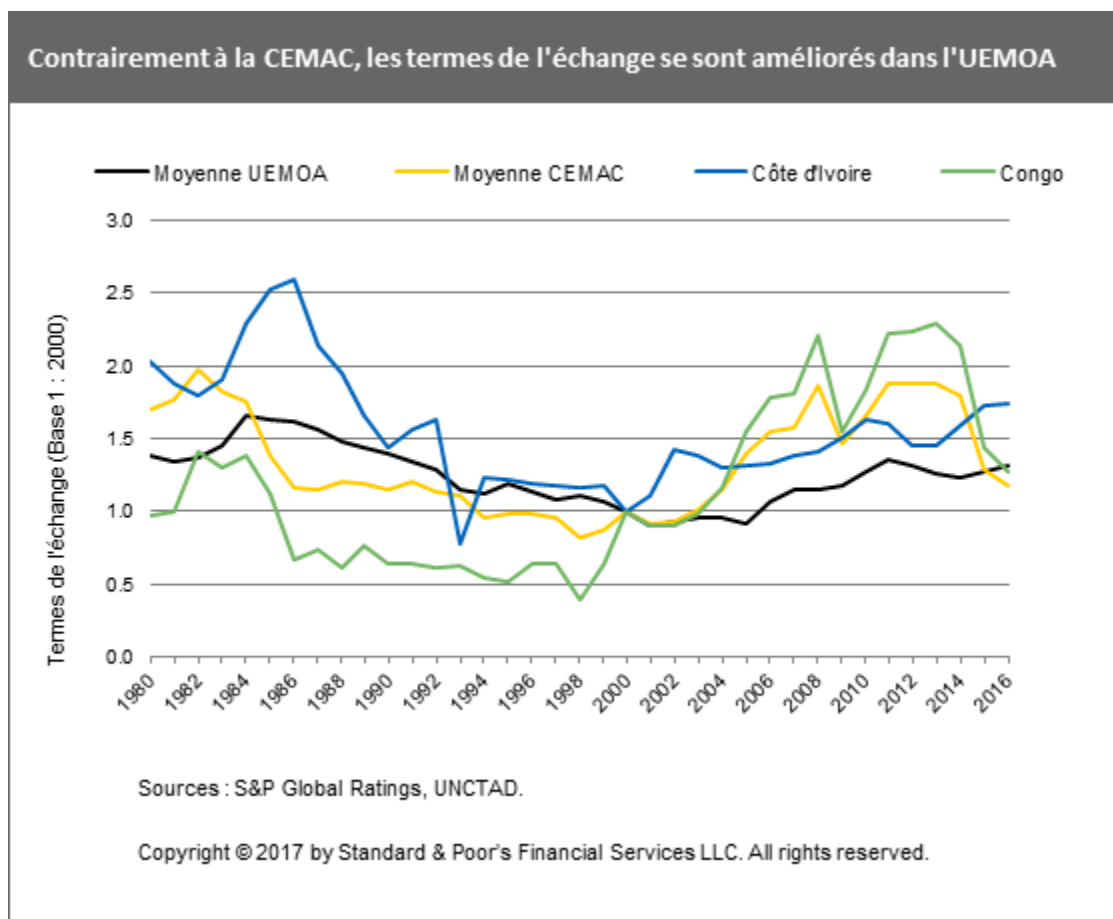
Certains de ces pays ont par ailleurs couvert leur risque de change euro/dollar. Au Sénégal, une grande partie de la dette commerciale en devises étrangères a fait l'objet de contrats d'échange (swaps) en euro. La Banque africaine de développement a approuvé une garantie de crédit partielle de 500 millions d'euros au Cameroun afin de couvrir le risque de change associé à l'émission de son Eurobond. Pour autant, nous comprenons que ces contrats ne protègent pas ces Etats contre le risque de dévaluation.

La dévaluation aurait un impact direct et considérable sur la position budgétaire de ces quatre pays par l'augmentation du poids de leur endettement. Si la monnaie était dévaluée de 50% comme en 1994, la dette en devises étrangères convertie en franc CFA augmenterait d'autant, toutes choses égales par ailleurs. La dévaluation engendrerait ainsi des pressions à la baisse sur nos notations souveraines du Sénégal et du Cameroun.

## **La dévaluation ne fait pas partie de notre scénario central**

Bien que les termes de l'échange dans la CEMAC se soient fortement détériorés depuis la chute des cours pétroliers en 2014 (Graphique 5), nous pensons que les programmes FMI récemment conclus avec quatre pays de la zone, y compris les deux principales économies (le Cameroun et le Gabon) pourraient apporter un soutien financier ainsi qu'un ancrage plus solide pour la gouvernance dans la région et atténuer les pressions extérieures et budgétaires. Nous projetons pour le Cameroun un recul des déficits des transactions courantes et budgétaires, s'établissant en moyenne respectivement à 2,8% et 4% du PIB pour la période 2017-2020, grâce à l'augmentation de la production gazière à partir de 2018, une meilleure collecte de l'impôt et une meilleure gestion de la trésorerie (voir « Republic of Cameroon 'B/B' Ratings Affirmed; Outlook Stable », publié le 13 Octobre 2017). Nous anticipons par ailleurs une remontée des prix du pétrole, à 55 dollars le baril de Brent à partir de 2018 (voir « S&P Global Ratings Raises 2018 Brent Oil Price Assumptions To \$55; WTI Unchanged At \$50; Assigns 2020 Oil & Gas Prices », publié le 24 novembre 2017).

Graphique 5



Le Congo et la Guinée équatoriale n'ont pas encore conclu de programme avec le FMI, contrairement aux attentes du sommet des chefs d'Etats de la CEMAC à Yaoundé en décembre 2016. L'absence d'accord avec le Congo pourrait limiter les effets positifs des programmes FMI dans la CEMAC, affaiblissant ainsi la zone. Nous prévoyons pour le Congo une réduction des déficits jumeaux pour la période 2017-2020 du fait de conditions de financement restreintes et de coupes importantes dans l'investissement public. Si la réduction de ces déficits était inférieure à nos prévisions, les pressions sur le franc CFA (XAF) pourraient s'accroître (voir « Republic of Congo Foreign Currency Ratings Affirmed At 'CCC+/C'; Outlook Stable », publié le 22 septembre 2017).

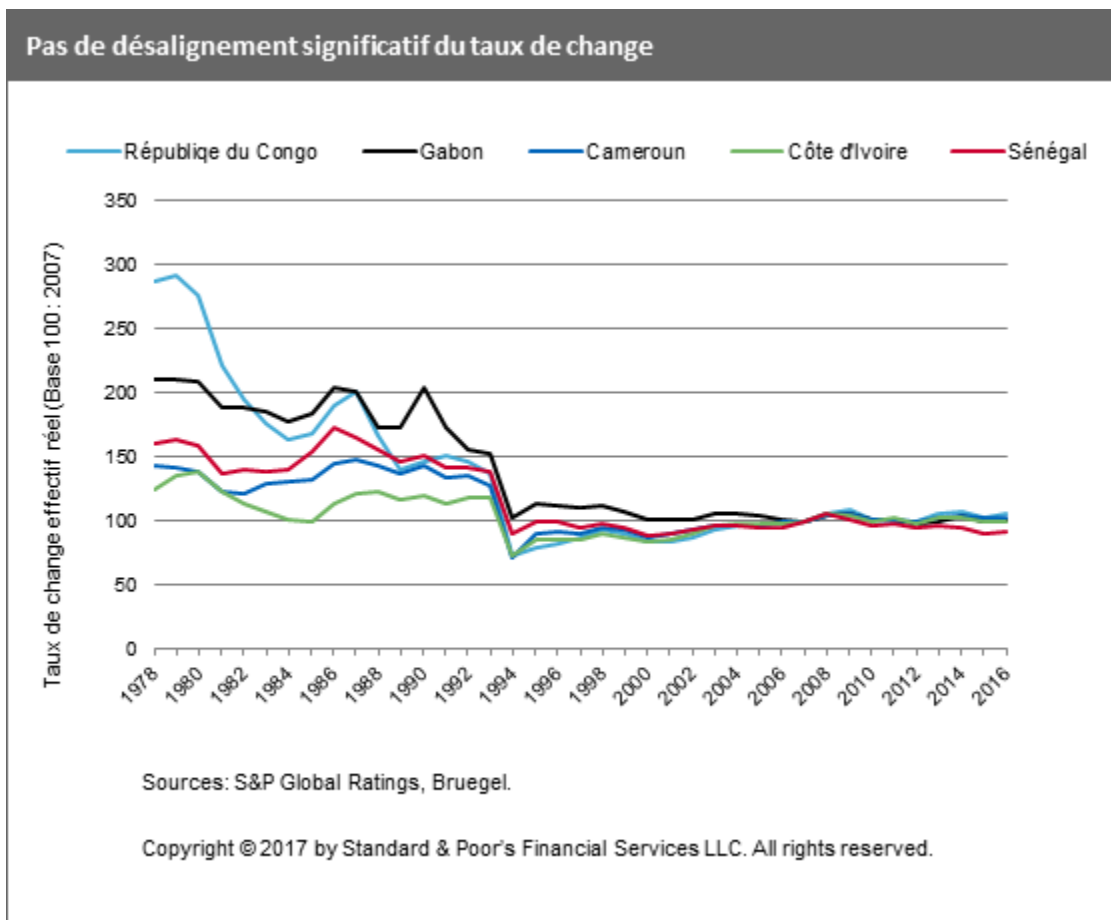
Au sein de l'UEMOA, les indicateurs économiques témoignent d'une situation actuelle bien meilleure que durant les années 1980 ou qu'au début des années 1990. Les termes de l'échange se sont améliorés ces dernières années (Graphique 5), la croissance du PIB réel s'est accélérée, et les déficits des transactions courantes se sont réduits, notamment en Côte d'Ivoire et au Sénégal. Nous anticipons une croissance moyenne du PIB réel d'environ 7% pour le Sénégal pour la période 2017-2020, contre une moyenne de 3,5% pour 2011-2014, grâce notamment à la mise en place d'un plan de réformes et d'investissement (Plan Sénégal Emergent, PSE). Le déficit des transactions courantes devrait atteindre en moyenne 6% du PIB pour la même période, contre près de 10% entre 2011 et 2014, s'appuyant sur une croissance plus importante des principales exportations. Nous pensons également que le déficit budgétaire devrait

respecter le critère de convergence de l'UEMOA de 3% du PIB d'ici à 2019, grâce notamment à une meilleure collecte de l'impôt et un meilleur contrôle des dépenses d'investissement et de fonctionnement (voir « Republic of Senegal 'B+/B' Ratings Affirmed; Outlook Stable », publié le 16 juin 2017).

Dans les deux zones monétaires, bien que le taux de couverture de la monnaie par les avoirs extérieurs se soit détérioré ces dernières années, il demeure à un niveau bien plus élevé que durant la période précédant la dévaluation de 1994. Cette dernière était la conséquence d'une détérioration continue des indicateurs macroéconomiques et d'une appréciation du franc français, auquel les deux francs CFA étaient alors arrimés. En 1993, le taux de couverture de la monnaie par les avoirs extérieurs était inférieur au seuil minimal de 20% indiqué dans l'accord de chacune de deux zones avec le Trésor français. Un dispositif de sauvegarde avec des mesures exceptionnelles (ratissage, réduction des montants de refinancement) est prévu si ce seuil limite est atteint. Nous comprenons que la BEAC et la BCEAO n'ont pas recouru aux avances du Trésor français depuis la dévaluation de 1994.

En outre, nous ne relevons pas de désalignement significatif du taux de change pour les deux francs CFA - comme en témoigne l'évolution du taux de change effectif réel (Graphique 6) - en partie du fait de la faiblesse relative de l'euro. Nous prévoyons une légère appréciation de la parité euro/dollar dans les années à venir (1,15 dollar en 2020 dans notre scénario central). Nous notons également que la part des exportations de la CEMAC et de l'UEMOA en dehors de la zone euro a augmenté de manière significative ces dernières années, notamment vers la Chine et l'Inde. Si l'euro s'appréciait de manière importante, les deux francs CFA pourraient alors devenir considérablement surévalués.

Graphique 6

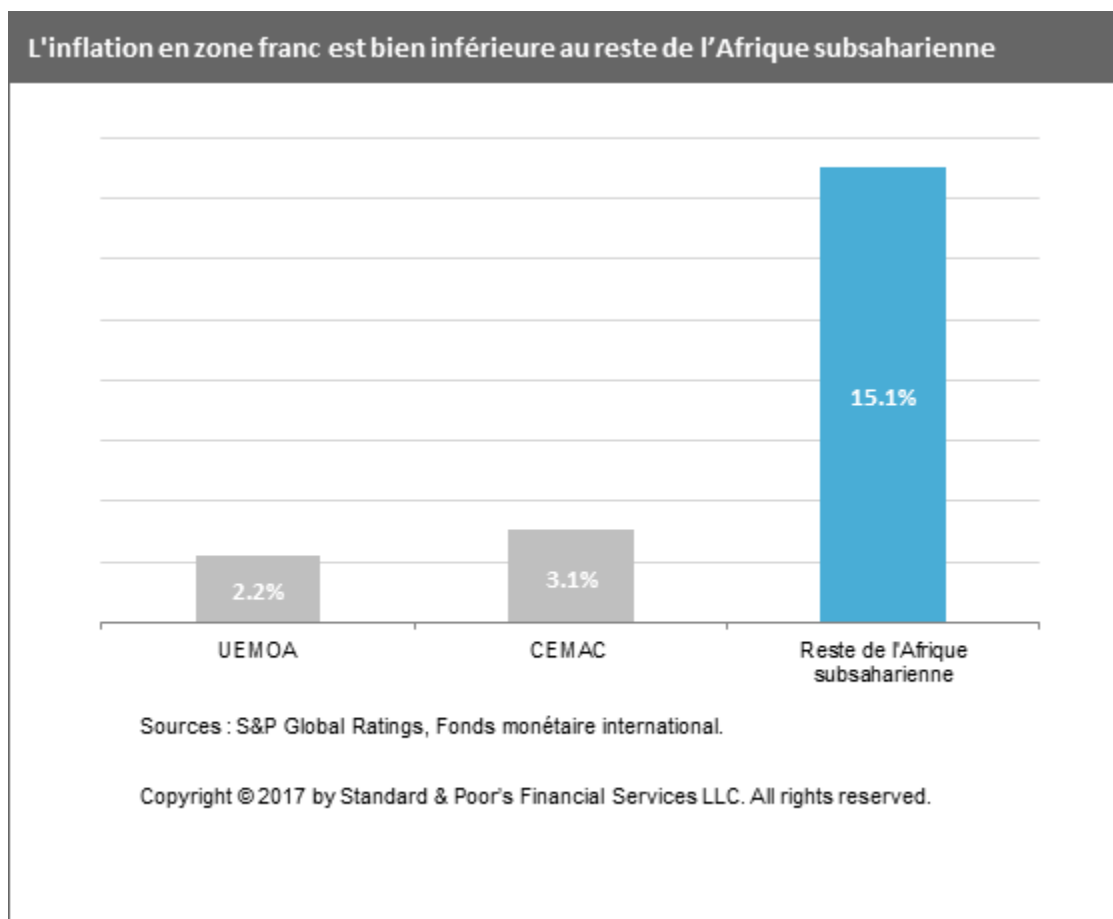


## Parfois impopulaire, le franc CFA est peut-être meilleur que ses alternatives

Depuis de nombreuses années, le débat autour de la soutenabilité de l'accord monétaire avec la France a notamment été politique, en interrogeant ses implications sur la souveraineté des Etats membres de la zone. Les récentes manifestations contre le franc CFA au Cameroun, au Gabon, au Bénin et au Sénégal en septembre 2017 ont souligné son impopularité au sein d'une partie de la population.

Néanmoins, conserver le franc CFA a permis de contenir l'inflation, même lors de période de crises politiques ou de chocs de prix sur le marché des matières premières, contrairement à la situation de nombreux autres pays d'Afrique subsaharienne (Graphique 7).

Graphique 7



Si les unions monétaires limitent de facto la flexibilité monétaire de chaque Etat, elles agissent également comme un bouclier contre d'éventuelles crises de balance de paiements d'un pays membre grâce à la mutualisation des réserves de change. Le partage d'une même devise permet également de faciliter les échanges intra-régionaux au sein de chaque zone.

Pour ces raisons, les notes que nous attribuons aux pays membres de la CEMAC et de l'UEMOA continuent d'intégrer notre appréciation favorable de la stabilité macroéconomique que le franc CFA a apporté aux Etats membres de ces zones. Selon nous, les avantages de cette stabilité macroéconomique dépassent, pour l'instant, ceux qu'apporterait le surcroît de compétitivité qui naîtrait d'un taux de change inférieur.

## Rapports associés

- Republic of Senegal 'B+/B' Ratings Affirmed; Outlook Stable, June 16, 2017
- Burkina Faso 'B/B' Ratings Affirmed; Outlook Stable, Nov. 24, 2017
- Republic of Cameroon 'B/B' Ratings Affirmed; Outlook Stable, published Oct. 13, 2017
- Republic of Congo Foreign Currency Ratings Affirmed At 'CCC+/C'; Outlook Stable, Sep. 22, 2017
- Sub-Saharan Africa Sovereign Rating Trends Midyear 2017, July 12, 2017

- Sovereign Risk Indicators, Oct. 13, 2017. An interactive version is available at <http://www.spratings.com/SRI>
- S&P Global Ratings Raises 2018 Brent Oil Price Assumptions To \$55; WTI Unchanged At \$50; Assigns 2020 Oil & Gas Prices, Nov. 24, 2017

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

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](http://www.standardandpoors.com) (gratuitement), ainsi que sur [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) et [www.globalcreditportal.com](http://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](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees).

Copyright © 2017 Standard & Poor's Financial Services LLC. Tous droits réservés.