

Les investisseurs en titres de créance des marchés émergents devraient-ils craindre que les taux d'intérêt demeurent élevés plus longtemps?

Auteur

Zachary Knope, CFA
Analyste de recherche principal
Groupe des solutions de placement

En résumé

- Le présent document examine les répercussions que les taux d'intérêt élevés pourraient avoir sur les investisseurs en titres souverains des marchés émergents.
- Les hausses de taux de la Réserve fédérale américaine semblent avoir pris fin et le marché s'attend maintenant à des réductions de taux en 2024. Toutefois, compte tenu des pressions inflationnistes persistantes et de la croissance économique robuste aux États-Unis, du marché de l'emploi et de la productivité, la probabilité que les taux d'intérêt américains se stabilisent à des niveaux bien supérieurs à ceux observés après la crise financière mondiale et avant la Covid a augmenté.
- Les titres de créance des marchés émergents offrent une occasion intéressante aux investisseurs en titres à revenu fixe à long terme ayant une tolérance élevée au risque, étant donné leurs solides paramètres fondamentaux, leurs possibilités de rendement et leur profil de durée. Toutefois, une approche active comprenant une attention particulière à la sélection des pays et des émetteurs sera cruciale dans un contexte où les taux d'intérêt devraient demeurer au-dessus de leurs creux de la dernière décennie.

Après une période au cours de laquelle les banques centrales ont relevé les taux d'intérêt à des sommets inégalés depuis des décennies, la trajectoire de l'inflation s'est inversée et les marchés mondiaux de l'emploi sont demeurés résilients, élargissant ainsi la voie vers un éventuel « atterrissage en douceur ». Cette situation a accru la probabilité que les taux d'intérêt aux États-Unis se stabilisent à des niveaux plus élevés que ceux observés pendant la majeure partie de la période qui a suivi la crise financière mondiale, mais il reste à savoir quelle incidence les taux d'intérêt élevés depuis longtemps pourraient avoir sur les titres de créance des marchés émergents.

Compte tenu de l'histoire relativement courte des placements dans les titres de créance des marchés émergents, des situations antérieures semblables sont rares. Un atterrissage en douceur comparable s'est produit entre le milieu et la fin des années 1990. Au cours de cette période, les taux d'intérêt aux États-Unis sont demeurés entre 4,75 % à 6,50 % avant le début de la phase suivante de forte réduction des taux en 2001, après l'éclatement de la bulle technologique.

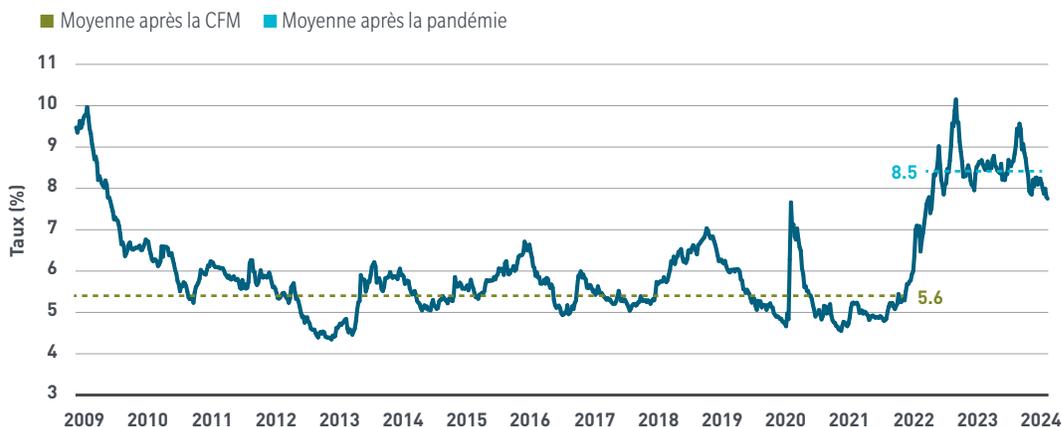
Les années 1990 ont été une période difficile pour les titres de créance des marchés émergents. Il y a eu de nombreuses défaillances, des crises de change et une forte volatilité. De plus, les conditions macroéconomiques dans le monde émergent étaient très différentes. De nombreux pays émergents avaient des taux de change fixes, ce qui s'est avéré être une importante vulnérabilité dans un monde où les capitaux pouvaient circuler librement d'un pays à l'autre. Aujourd'hui, très peu de pays émergents ont des taux de change fixes, et le paysage des marchés émergents est considérablement plus mûr, en raison des progrès réalisés grâce aux réformes politiques, institutionnelles et budgétaires que de nombreux pays ont entreprises pour élargir leur accès aux capitaux et favoriser leur croissance économique.

Pour les investisseurs en titres de créance des marchés émergents, les taux d'intérêt élevés actuels auront des répercussions qui exigent une approche active comprenant une attention particulière à la sélection des pays et des émetteurs. Nous examinons ci-dessous quelques-uns des facteurs importants que les investisseurs en titres de créance des marchés émergents devraient prendre en compte dans ce contexte changeant.

Accent sur les paramètres fondamentaux

La principale conséquence des taux d'intérêt élevés sur les émetteurs des marchés émergents est la hausse des coûts du service de la dette, qui rend plus difficiles les emprunts et le service de la dette. Cela peut limiter la capacité des économies émergentes à utiliser le capital à des fins productives, nuire à la croissance économique et accroître l'incertitude économique. Comme le montre la figure 1, le taux moyen des titres de créance des marchés émergents a bondi, passant d'une moyenne de 5,6 % avant la pandémie à 8,5 % après la pandémie.

Figure 1 : Taux des titres de créance souverains des marchés émergents

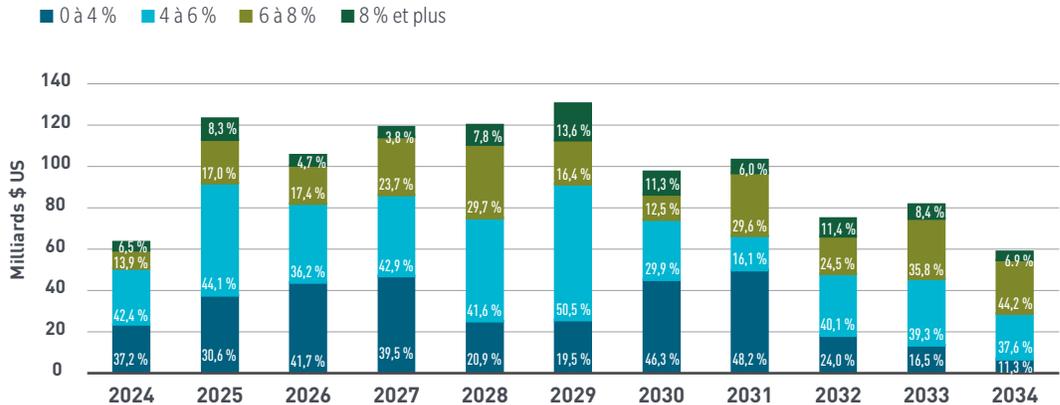


Source : Bloomberg. Données hebdomadaires du 1^{er} juillet 2009 au 29 mars 2024. La moyenne après la crise financière mondiale a été calculée à partir des données quotidiennes du 1^{er} juillet 2009 au 28 février 2022. La moyenne après la pandémie a été calculée à partir des données quotidiennes du 1^{er} mai 2022 au 2 avril 2024. Titres de créance souverains des marchés émergents = indice J.P. Morgan EMBI Global Diversified.

Toutefois, malgré la hausse rapide des taux des titres de créance, il est peu probable que la hausse des coûts d'intérêt rendent la situation budgétaire de nombreux pays émergents problématique, grâce à la composition, à l'amélioration et à la solidité de plusieurs mesures de la situation budgétaire, dont le profil d'amortissement des titres arrivant à échéance et les niveaux de la dette extérieure, des réserves et des soldes budgétaires.

Le profil d'amortissement des titres arrivant à échéance donne une bonne idée des répercussions des taux d'intérêt élevés et aide à montrer que ces répercussions ne se feront pas sentir immédiatement. En effet, il faudra du temps pour que les obligations aux coupons moins élevés arrivent à échéance et soient remplacées par des obligations aux coupons plus élevés dont les prix sont établis en fonction des taux obligataires actuels, de sorte que le coût global des capitaux augmentera graduellement. La figure 2 montre qu'une grande partie des titres de créance en circulation ont été financés aux taux favorables de la dernière décennie, ce qui contribue à atténuer l'incidence des taux d'intérêt plus élevés actuels.

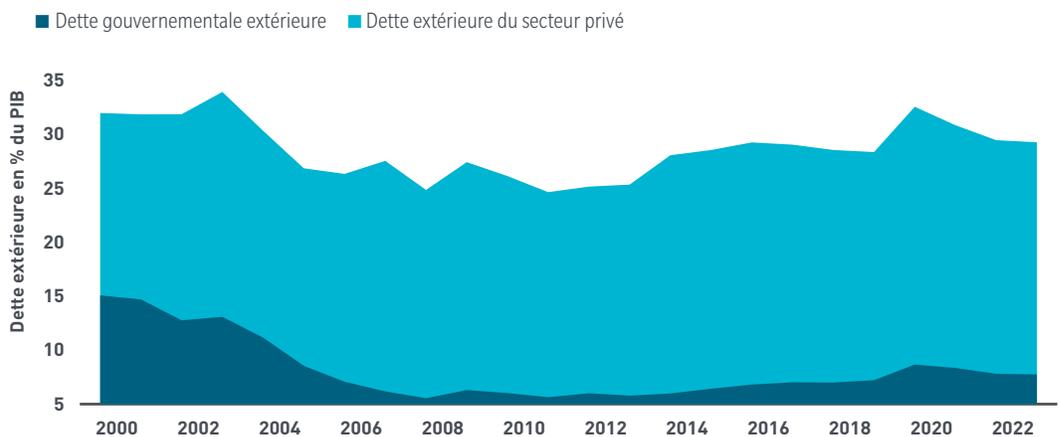
Figure 2 : Profil des échéances des titres de créance souverains des marchés émergents par taux de coupon



Source : Bloomberg. Données au 2 avril 2024. Profil des échéances généré pour toutes les obligations d’État des marchés émergents classées parmi les titres de créance souverains et les titres de créance d’organismes gouvernementaux, et de gouvernements régionaux et locaux libellés en dollars américains. Comprend les titres assortis de coupons à taux fixe et à taux variable. Les pourcentages indiqués représentent les pourcentages des titres de chaque tranche de taux de coupon arrivant à échéance par rapport au total.

La composition de la dette extérieure des pays émergents soutient également la notion selon laquelle les coûts d’emprunt plus élevés pour cette catégorie d’actif demeurent gérables. Comme son nom l’indique, la dette extérieure mesure le montant dû aux non-résidents d’une économie, et il y a deux tendances importantes qui ressortent ici. Tout d’abord, la croissance de la dette extérieure des pays émergents a surtout touché le secteur privé, tandis que la dette extérieure des gouvernements est demeurée à des niveaux durables. Ensuite, les ratios dette extérieure/PIB se sont améliorés après la Covid. L’inflation, sous la forme d’une hausse des prix à l’exportation, a soutenu la croissance du PIB nominal par rapport à la dette existante, en particulier pour les exportateurs d’énergie¹ et a été la principale cause de l’amélioration récente des ratios dette extérieure/PIB.

Figure 3 : Composition de la dette extérieure des pays émergents en pourcentage du PIB



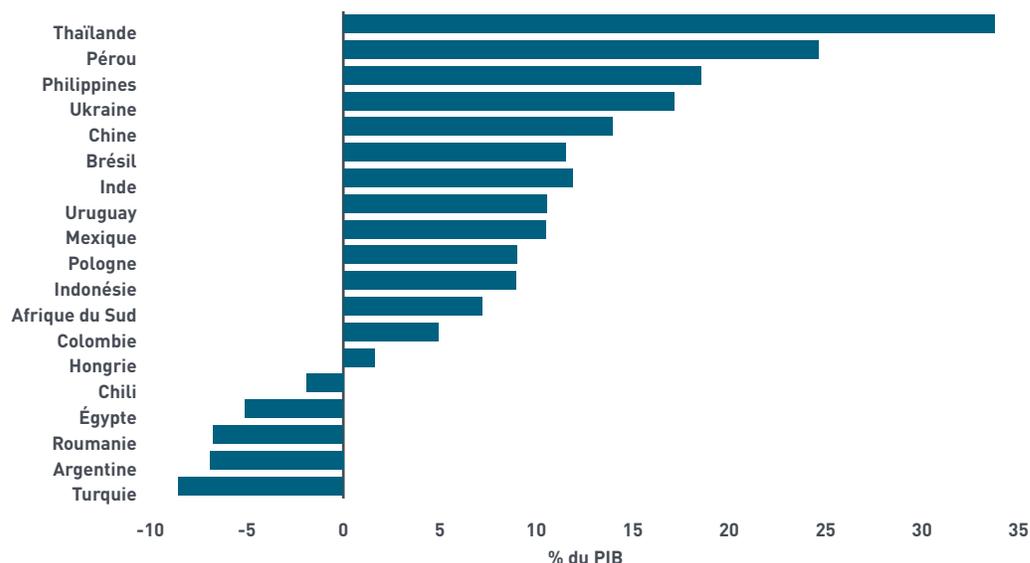
Source : J.P. Morgan. Données annuelles de 2000 à 2022. Les valeurs de 2023 représentent les prévisions de JPM. Données nationales et régionales compilées à partir de sources gouvernementales officielles.

Les réserves de change sont un autre facteur important et donnent à penser que de nombreux pays émergents sont en mesure de faire face à des coûts de service de la dette plus élevés. Les réserves servent de coussin et peuvent être utilisées pour évaluer la souplesse d’un pays à réagir à des événements imprévus défavorables, qui ont restreint les flux de capitaux vers les pays émergents dans le passé. Cela est particulièrement important pour les investisseurs en titres de créance libellés en monnaies fortes, car les titres de créance libellés en monnaies locales ne sont pas contraints par les réserves de devises pour ce qui est du respect des engagements à court terme relatifs au service de la dette.

Déterminer le niveau adéquat des réserves de change d'un pays est une tâche difficile qui doit tenir compte de facteurs comme les niveaux de la dette à court terme, le risque de fuite des capitaux, la durabilité des importations et la masse monétaire définie au sens large, ainsi que d'une analyse des coûts de renonciation liés au fait de détenir des liquidités plutôt que de les investir ailleurs à des fins productives².

Une mesure du niveau adéquat des réserves d'un pays est les réserves de change d'un pays, moins le total des dettes (publiques et privées) à court terme libellées en devises, moins le déficit du compte courant³. La figure 4 confirme que les niveaux des réserves de nombreux pays émergents sont sains. Toutefois, il existe des exceptions, et la gestion active comprenant un processus rigoureux de sélection de pays est d'une importance capitale pour cette catégorie d'actif.

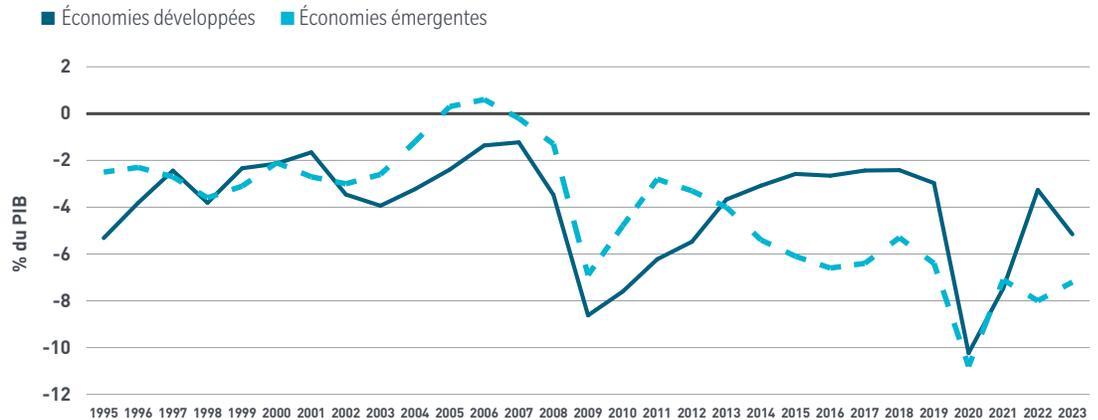
Figure 4 : Niveaux adéquats des réserves



Sources : Banque de réserve fédérale de Dallas et FMI. Données au 31 décembre 2022. Le niveau adéquat des réserves, mesuré par la règle Guidotti-Greenspan, correspond aux réserves de change des banques centrales moins les dettes libellées en devises à court terme, plus la moyenne mobile du compte courant sur quatre trimestres, le tout en pourcentage du PIB. Tiré d'un article de Davis et Sagnanert intitulé « Emerging-market Countries Insulate Themselves from Fed Rate Hikes », daté du 8 août 2023.

Les soldes budgétaires revêtent une importance capitale lorsque le coût du capital augmente et aident à évaluer la mesure dans laquelle les dépenses publiques dépendent du financement par emprunt. Les soldes budgétaires se sont fortement détériorés durant la pandémie, les pays du monde entier ayant décrété des mesures de soutien sans précédent pour leurs économies, mais ils se sont stabilisés et se sont redressés depuis.

Figure 5 : Soldes budgétaires des économies émergentes et développées



Sources : FMI, OCDE et J.P. Morgan. Données annuelles de 1995 à 2022. Les valeurs de 2023 représentent des prévisions. Données sur les économies émergentes de J.P. Morgan. Données sur les économies développées du FMI et de l'OCDE.

De nombreux facteurs influent sur le solde budgétaire d'un pays. Les revenus dépendent des politiques fiscales et des subventions, ainsi que de l'incidence retardée des dépenses budgétaires passées. Dans un contexte de taux d'intérêt plus élevés, la gestion des dépenses est essentielle pour assurer le service et le remboursement de la dette, tout en veillant à ce que le niveau de la dette ne devienne pas excessif. Pour les investisseurs en titres de créance des marchés émergents, la bonne nouvelle est que, dans l'ensemble, les soldes budgétaires des économies émergentes sont comparables à ceux des économies avancées, ce qui donne à penser que les primes de taux des titres de créance des marchés émergents par rapport aux titres de créance des marchés développés peuvent offrir une valeur réelle. Cependant, les soldes budgétaires actuels sont-ils durables dans un monde où les taux d'intérêt sont plus élevés?

Une façon de répondre à cette question est d'examiner la demande de swaps sur défaillance de crédit, qui servent d'assurance contre les défaillances à l'égard de titres souverains. À l'heure actuelle, les écarts de taux des swaps sur défaillance à l'égard de titres de créance des marchés émergents sont nettement inférieurs à la moyenne des dix dernières années, ce qui indique que le marché ne craint pas des défaillances massives à l'égard de titres de créance des marchés émergents.

Figure 6 : La demande d'assurance contre les défaillances sur des titres de créance des marchés émergents est inférieure à la moyenne

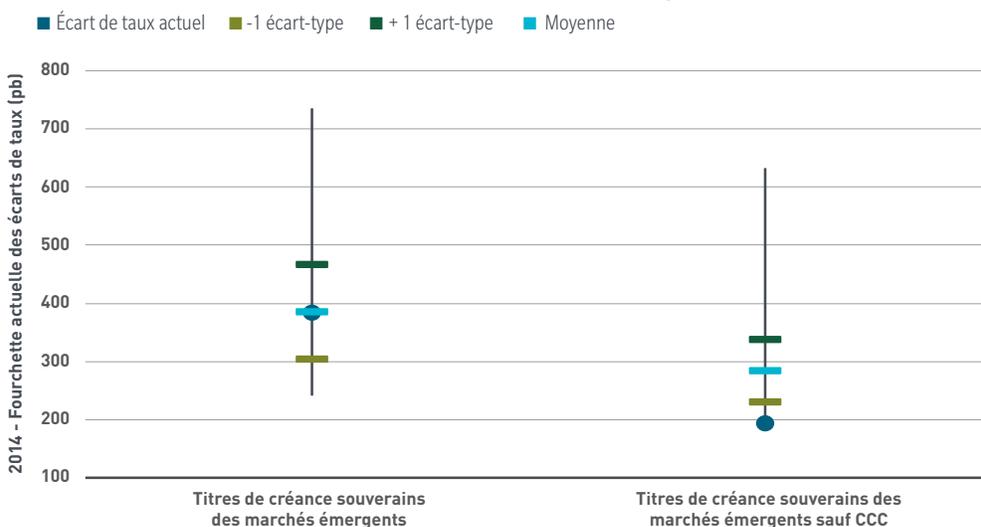


Sources : Bloomberg et IHS Markit. Indice IBOXUMSE Generic Emerging Market Credit Default Swap. Données hebdomadaires du 3 janvier 2014 au 22 mars 2024.

Compte tenu de la solidité des paramètres fondamentaux, qu'est-ce que des taux d'intérêt plus élevés pourraient signifier pour les rendements futurs?

Les valorisations des titres de créance des marchés émergents, par les écarts de taux et les taux, justifient une attention particulière dans un contexte de taux d'intérêt élevés. Dans un contexte d'atterrissage brutal, des taux d'intérêt élevés sont souvent suivis d'une récession au cours de laquelle les écarts de taux s'élargissent généralement, ce qui dénote un risque de crédit accru. Toutefois, cette dynamique offre souvent un point d'entrée intéressant aux investisseurs qui peuvent se permettre d'attendre que les écarts de taux se resserrent. Dans le contexte actuel, où les investisseurs semblent s'attendre davantage à un atterrissage en douceur, les écarts de taux des obligations souveraines des marchés émergents semblent raisonnables par rapport au passé récent, mais un examen plus approfondi révèle que les écarts de taux dans les segments des titres de qualité supérieure de l'indice sont élevés. Cela ne signifie pas qu'il n'y a pas d'occasions de valeur dans ces segments. Cela confère un avantage aux gestionnaires qui possèdent les compétences et l'expertise nécessaires pour repérer les occasions qui se présentent et en tirer parti de façon sélective.

Figure 7 : La sélectivité est cruciale en raison du resserrement des écarts de taux des titres de créance souverains des marchés émergents

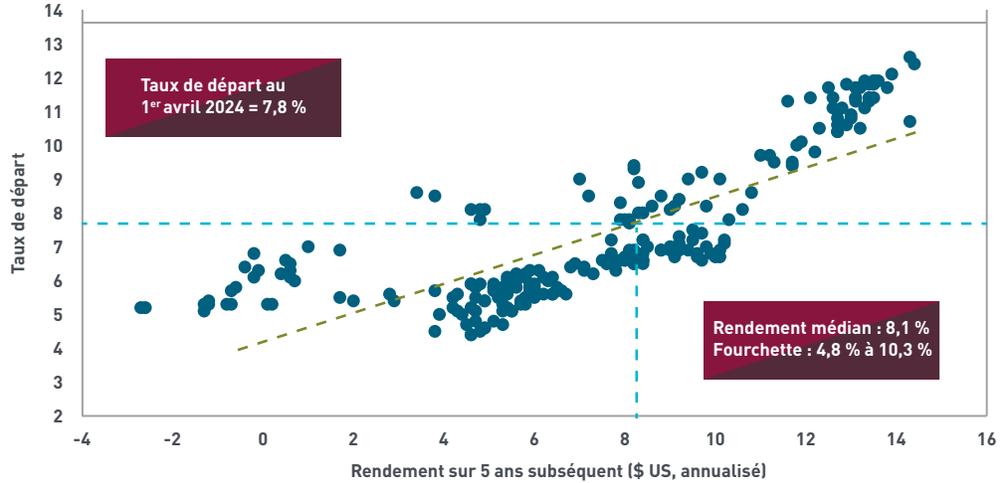


Source : J.P. Morgan. Les fourchettes des écarts de taux, les moyennes et les écarts-types ont été calculés à partir des données quotidiennes du 2 janvier 2014 au 1er avril 2024. Titres de créance souverains des marchés émergents = indice J.P. Morgan EMBI Global Diversified. Actuellement = 1er avril 2024. Les écarts de taux sont les écarts z les plus défavorables.

Bien que les écarts de taux exigent d'être sélectif, les taux dans la catégorie des titres de créance des marchés émergents sont intéressants et offrent aux investisseurs l'occasion de profiter de taux de coupon élevés qui, par le passé, ont contribué aux rendements à long terme.

La figure 8 illustre la solide relation entre les taux de départ et les rendements annualisés historiques. Pour les taux de départ qui se situent à 30 points de base au moins au-dessus et en dessous du taux de départ de 7,8 % au 1^{er} avril 2024, le rendement annualisé médian historique sur 5 ans est de 8,1 %, et les rendements varient entre 4,8 % et 10,3 %.

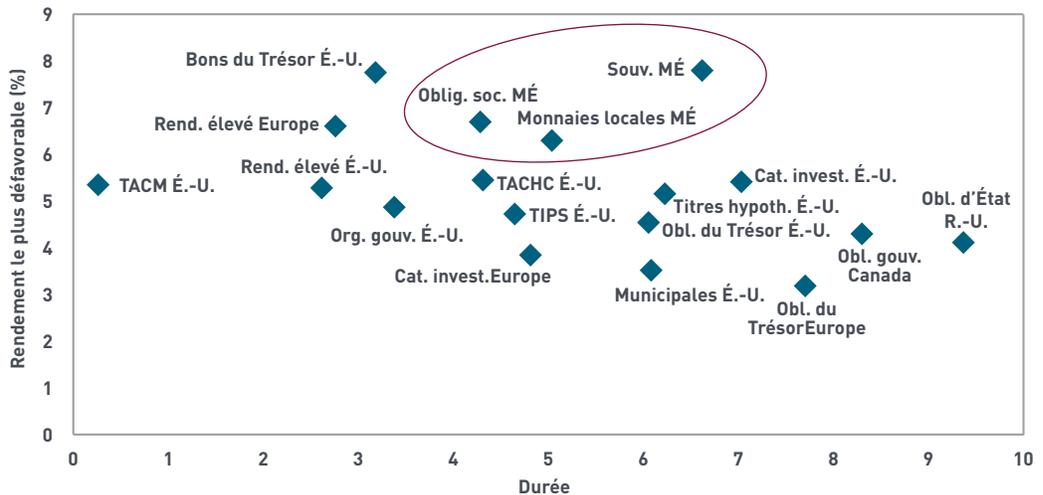
Figure 8 : Titres de créance souverains des marchés émergents – Taux de départ et rendements totaux sur 5 ans subséquents



Source : Bloomberg. Titres de créance souverains des marchés émergents = indice J.P. Morgan EMBI Global Diversified. Données mensuelles du 31 janvier 2000 au 31 mars 2024. Les rendements sur 5 ans subséquents sont en dollars américains et annualisés. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. Il est impossible d'investir directement dans un indice.

Bien que les titres de créance des marchés émergents soient associés à un risque plus élevé, cette catégorie d'actif offre certains des taux les plus élevés parmi les titres à revenu fixe mondiaux. De plus, les trois sous-catégories des titres de créance des marchés émergents (titres souverains des marchés émergents, titres de créance de sociétés des marchés émergents et titres des marchés émergents en monnaies locales) offrent des relations durée-taux intéressantes et seraient avantagées si les banques centrales mondiales commençaient à réduire les taux d'intérêt, étant donné que l'inflation continue de se normaliser.

Figure 9 : Rendement le plus défavorable par rapport à la durée – Titres à revenu fixe



Source : Bloomberg. Données au 15 avril 2019. La durée est mesurée par la durée rajustée en fonction des options par rapport aux obligations du Trésor. Bons du Trésor américain = indice Bloomberg US T-Bills 2-5 Mths. TACM américains = indice Bloomberg US Agg ABS. Obligations américaines à rendement élevé = indice Bloomberg US Corporate High Yield. TACHC américains = indice Bloomberg US Agg CMBS. Titres d'organismes gouvernementaux américains = indice Bloomberg US Agency. Obligations du Trésor américain = indice Bloomberg US Treasury. Obligations municipales américaines = indice Bloomberg Municipal Bond. Titres hypothécaires américains = indice Bloomberg US MBS. TIPS américains = indice Bloomberg US Treasury Inflation-Linked Bond. Obligations de sociétés américaines de catégorie investissement = indice Bloomberg US Corporate. Obligations de sociétés européennes de catégorie investissement = indice Bloomberg Pan European Aggregate. Obligations européennes à rendement élevé = indice Bloomberg Pan-European High Yield. Obligations du Trésor européennes = indice Bloomberg Pan European Agg Treasury. Obligations d'État du Royaume-Uni = indice Bloomberg Sterling Gilts. Obligations de sociétés des marchés émergents = indice J.P. Morgan CEMBI Broad Diversified. Obligations des marchés émergents en monnaies locales = indice J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified Composite. Obligations du gouvernement du Canada = indice Bloomberg Canada Aggregate Government-Related.

Conclusion

Le contexte post-pandémique de taux d'intérêt plus élevés pose des défis en matière de service de la dette aux emprunteurs partout dans le monde. Les pays émergents ont réalisé d'importants progrès en matière de mesures budgétaires, d'institutions et de politiques qui font en sorte que la catégorie d'actif est dans une solide position fondamentale et mieux préparée pour surmonter les difficultés liées à la hausse des taux d'intérêt, ce qui en fait une occasion de placement intéressante compte tenu du niveau élevé des taux et du profil des durées. Toutefois, la nature idiosyncrasique de cette catégorie d'actif et son vaste univers de placement exigent une approche active qui est soutenue par de solides processus de recherche et de gestion du risque, et qui met l'accent sur la sélection des pays et des émetteurs, afin d'aider à gérer le risque de baisse et de tirer parti des occasions offertes par les perturbations temporaires du marché. ▲

Notes

¹ Marney, Szentivanyi, Poojary et Lalaguna. « Emerging Markets Debt & Fiscal Indicators – 2022 », novembre 2022. J.P. Morgan Research.

² Arslan & Cantu. « The Size of Foreign Exchange Reserves », 31 octobre 2019. Banque des règlements internationaux.

³ Davis & Sagnanert. « Emerging-Market Countries Insulate Themselves from Fed Rate Hikes », 8 août 2023. Federal Reserve Bank of Dallas.

Les marchés émergents peuvent présenter moins de structure, de profondeur et de surveillance réglementaire, opérationnelle ou des services de garde, ainsi que davantage d'instabilité politique, sociale, géopolitique et économique que les marchés développés.

Les renseignements proviennent de sources jugées fiables, mais J.P. Morgan ne garantit pas leur exhaustivité ni leur exactitude. L'indice est utilisé avec permission. On ne peut copier, utiliser ou distribuer l'indice sans obtenir au préalable le consentement écrit de J.P. Morgan. © J.P. Morgan Chase & Co., 2019. Tous droits réservés.

Source : Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG^{MD} est une marque de commerce et de service de Bloomberg Finance L.P. et de ses sociétés affiliées (collectivement « Bloomberg »). Bloomberg ou les concédants de licence de Bloomberg détiennent tous les droits patrimoniaux des indices Bloomberg. Bloomberg n'approuve ni n'endosse ce document, n'offre de garantie quant à l'exactitude ou l'exhaustivité des renseignements qu'il contient ou n'offre de garantie, expresse ou implicite, relativement aux résultats pouvant être obtenus par suite de leur utilisation et, dans toute la mesure où cela est permis par la loi, ne saurait être tenue responsable des préjudices ou dommages pouvant en découler.

Les opinions exprimées dans le présent document sont celles du Groupe des solutions de placement de MFS au sein de l'unité de distribution de MFS et peuvent différer de celles des gestionnaires de portefeuille ainsi que des analystes de recherche de MFS. Ces opinions peuvent changer sans préavis et ne doivent pas être interprétées comme des conseils de placement, des recommandations de titres ou une indication d'intention de placement du conseiller au nom de MFS.

Les points de vue exprimés sont ceux du ou des auteurs et peuvent changer sans préavis. Ils sont fournis à titre indicatif seulement et ne doivent pas être considérés comme une recommandation d'achat d'un titre, une sollicitation ou un conseil en placement. Les prévisions ne sont pas garanties. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur.

Sauf indication contraire, les logos ainsi que les noms des produits et services sont des marques de commerce de MFS^{MD} et de ses sociétés affiliées, qui peuvent être déposées dans certains pays.

Distribué par : **États-Unis** – MFS Institutional Advisors, Inc. (« MFSI »), MFS Investment Management et MFS Fund Distributors, Inc., membre de la SIPC; **Amérique latine** – MFS International Ltd.; **Canada** – MFS Gestion de Placements Canada Limitée. **Note à l'intention des lecteurs du Royaume-Uni et de la Suisse** : Publié au Royaume-Uni et en Suisse par MFS International (UK) Limited (« MIL UK »), une société privée à responsabilité limitée inscrite en Angleterre et au pays de Galles sous le numéro 03062718, dont les activités de placement sont autorisées et réglementées par la UK Financial Conduct Authority. Le siège social de MIL UK, filiale indirecte de MFS^{MD}, se trouve au One Carter Lane, Londres (EC4V 5ER), au Royaume-Uni. **Note à l'intention des lecteurs européens (hors Royaume-Uni et Suisse)** : Publié en Europe par MFS Investment Management (Lux) s. à r. l. (MFS Lux) – société autorisée en vertu des lois du Luxembourg en tant que société de gestion pour les fonds domiciliés au Luxembourg – les deux offrent des produits et des services de placement aux investisseurs institutionnels. Le siège social de cette société à responsabilité limitée se situe au 4, rue Albert Borschette, Luxembourg L-1246. Tél. : 352 2826 12800. Le présent document est réservé aux investisseurs professionnels (dans la mesure où les organismes de réglementation locaux le permettent). On ne doit pas s'y fier et il ne doit pas être distribué si cela contrevient à la réglementation locale; **Singapour** – MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australie/Nouvelle-Zélande** – MFS International Australia Pty Ltd (« MFS Australia ») (ABN 68 607 579 537) détient le permis numéro 485343 pour la prestation de services financiers en Australie. MFS Australia est régie par l'Australian Securities and Investments Commission; **Hong Kong** – MFS International (Hong Kong) Limited (« MIL HK »), une société privée à responsabilité limitée inscrite auprès de la Hong Kong Securities and Futures Commission (« SFC ») et réglementée par celle-ci. MIL HK est autorisée à exercer des activités réglementées de négociation de titres et de gestion d'actifs, et peut fournir certains services de placement à des « investisseurs professionnels » au sens de la *Securities and Futures Ordinance* (« SFO »); **pour les investisseurs professionnels en Chine** – MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, Chine, une entreprise chinoise à responsabilité limitée réglementée pour fournir des services-conseils en gestion financière; **Japon** – MFS Investment Management K.K. est inscrite à titre d'opérateur d'instruments financiers, Kanto Local Finance Bureau (FIBO) No. 312, membre de l'Investment Trust Association du Japon et de la Japan Investment Advisers Association. Comme les frais assumés par les investisseurs varient selon les circonstances (produits, services, période de placement, conditions du marché, etc.), le montant total et les méthodes de calcul ne peuvent être indiqués à l'avance. Tous les placements comportent des risques, y compris les fluctuations de marché, et les investisseurs peuvent perdre le capital investi. Avant de faire des placements, les investisseurs devraient obtenir et lire attentivement le prospectus et les documents indiqués dans l'article 37-3 de la *Financial Instruments and Exchange Act*; **Bahrein** – Ce document n'a pas été approuvé par la Central Bank of Bahrain, qui n'assume aucune responsabilité à l'égard de son contenu. Il n'y aura aucune offre publique dans le Royaume de Bahrein et le présent document ne doit être lu que par le destinataire et ne doit pas être transmis, fourni ou montré au public en général. La Central Bank of Bahrain n'assume aucune responsabilité quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des déclarations et des renseignements contenus dans le présent document et se dégage expressément de toute responsabilité à l'égard de toute perte consécutive à la fiabilité accordée à la totalité ou à une partie du contenu du présent document. Le conseil d'administration et la direction de l'émetteur acceptent la responsabilité des renseignements contenus dans le présent document. Au meilleur des connaissances et des convictions du conseil d'administration et de la direction, qui ont tous pris toutes les précautions raisonnables pour s'assurer qu'il en soit ainsi, les renseignements contenus dans le présent document sont conformes aux faits et n'omettent rien qui soit à même d'avoir une incidence sur la fiabilité de ces renseignements; **Koweït** – Ce document ne doit pas être largement diffusé au public au Koweït. Les renseignements n'ont pas été autorisés à des fins d'offre par la Kuwait Capital Markets Authority ou tout autre organisme gouvernemental pertinent du Koweït. Aucune offre privée ou publique à l'égard des renseignements n'est présentée au Koweït, et aucune entente relative aux renseignements ne sera conclue au Koweït. Aucune activité de marketing, de sollicitation ou d'incitation n'est utilisée pour offrir ou commercialiser les renseignements au Koweït; **Oman** – Pour les résidents du Sultanat d'Oman : Les renseignements contenus dans le présent document ne constituent pas une offre publique de titres dans le Sultanat d'Oman, comme le prévoient la Commercial Companies Law of Oman (décret royal 4/74) ou la Capital Market Law of Oman (décret royal 80/98). Ces renseignements sont diffusés de façon limitée strictement aux entités constituées en personne morale qui correspondent à la description des investisseurs avertis (article 139 des dispositions réglementaires de la Capital Market Law). Le destinataire reconnaît être un investisseur averti qui possède de l'expérience en affaires et en finances et qui est en mesure d'évaluer les avantages et les risques d'un placement; **Afrique du Sud** – Le présent document n'a pas été approuvé par le Financial Services Board et ni MFS International (U.K.) Limited ni ses fonds ne sont enregistrés à des fins de vente publique en Afrique du Sud; **Émirats arabes unis** – Le présent document et les renseignements qu'il contient ne constituent pas et ne visent aucunement à constituer une offre publique de titres aux Émirats arabes unis et, par conséquent, ne doivent pas être interprétés comme tels. Les renseignements ne sont offerts qu'à un nombre limité d'investisseurs exemptés des Émirats arabes unis qui appartiennent à l'une des catégories suivantes d'investisseurs qualifiés non physiques : (1) un investisseur capable de gérer ses placements lui-même, notamment : a) le gouvernement fédéral, les gouvernements locaux, les entités gouvernementales et les autorités ou les sociétés détenues en propriété exclusive par ces entités; b) les entités et organisations internationales; ou c) une personne autorisée à exercer une activité commerciale dans les Émirats arabes unis; à condition que le placement soit l'un des objets de cette personne; ou (2) un investisseur représenté par un gestionnaire de placement inscrit auprès de la Securities and Commodities Authority (individuellement un « investisseur qualifié non physique »). Les renseignements et les données n'ont pas été approuvés, autorisés ou enregistrés auprès de la Central Bank of the UAE, la Securities and Commodities Authority, la Dubai Financial Services Authority, la Financial Services Regulatory Authority ou toute autre autorité compétente en matière d'octroi de permis ou tout autre organisme gouvernemental des Émirats arabes unis (les « autorités »). Les autorités n'assument aucune responsabilité à l'égard des placements que le destinataire désigné effectue à titre d'investisseur qualifié non physique en fonction de l'exactitude des renseignements portant sur les titres. Si vous ne comprenez pas le contenu du présent document, vous devriez consulter un conseiller financier autorisé; **Arabie saoudite** – Le présent document ne peut être distribué dans le royaume sauf aux personnes autorisées en vertu des Investment Funds Regulations publiés par la Capital Market Authority. La Capital Market Authority ne fait aucune déclaration quant à l'exactitude ou à l'exhaustivité du présent document et se dégage expressément de toute responsabilité à l'égard de toute perte consécutive, ou découlant de la fiabilité accordée, à toute partie du présent document. Les acheteurs éventuels des titres offerts aux présentes doivent effectuer leur propre contrôle diligent pour vérifier l'exactitude des renseignements portant sur les titres. Si vous ne comprenez pas le contenu du présent document, vous devriez consulter un conseiller financier autorisé; **Qatar** – Ce document/fonds n'est offert qu'à un nombre limité d'investisseurs qui sont disposés et aptes à mener une enquête indépendante sur les risques associés à un placement au titre de ce document/fonds. Le document ne constitue pas une offre publique et est réservé à l'usage du destinataire désigné; il ne doit pas être remis ou montré à toute autre personne (mis à part les employés, les agents ou les consultants dans le cadre de l'examen du destinataire). Le fonds n'a pas été et ne sera pas enregistré auprès de la Qatar Central Bank ni en vertu des lois de l'État du Qatar. Aucune opération ne sera conclue dans votre territoire et toute demande de renseignements concernant le document/fonds doit être adressée à votre personne-ressource à l'extérieur du Qatar.