

The Big Mac¹ sur les titres à revenu fixe

De l'argument tactique à l'argument stratégique en faveur des titres de créance européens

Auteur

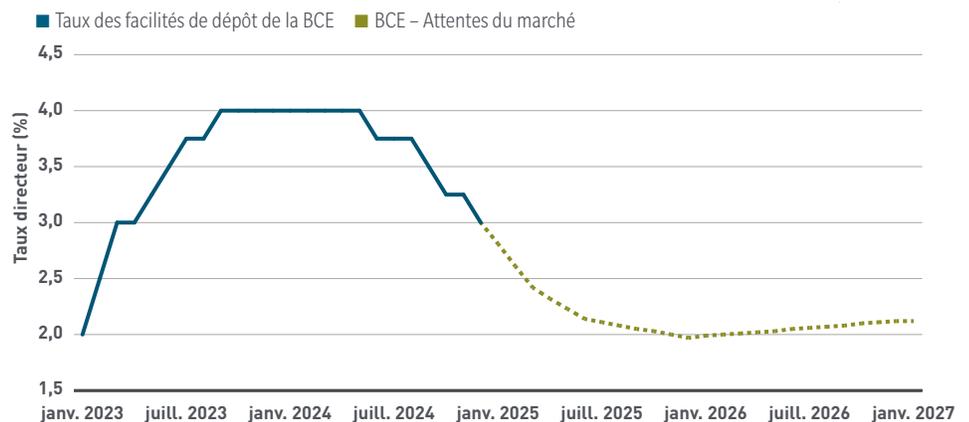


Benoit Anne
Directeur général
Groupe des stratégies et analyses

Nous pensons que les obligations européennes de catégorie investissement sont non seulement une catégorie d'actif intéressante d'un point de vue tactique, mais aussi lorsqu'on envisage des répartitions stratégiques des titres à revenu fixe. Les obligations européennes de catégorie investissement offrent des caractéristiques défensives intéressantes, surtout par rapport à leurs homologues américaines, dans une conjoncture de marché où la nécessité de réduire le risque des portefeuilles multiactifs pourrait devenir plus urgente. En plus de leurs caractéristiques défensives, les obligations européennes de catégorie investissement offrent des avantages intéressants sur le plan de la diversification et ont produit des rendements ajustés au risque supérieurs à long terme.

Les arguments tactiques en faveur d'une exposition aux obligations européennes de catégorie investissement demeurent convaincants. Nous pensons que la zone euro est une région idéale dans l'univers mondial des titres à revenu fixe. Premièrement, les arguments en faveur d'une position tactique à durée longue en Europe sont convaincants, car la BCE devrait procéder à de multiples réductions de taux au cours de la prochaine période. Les cours actuels du marché donnent à penser que la BCE réduira ses taux d'environ 100 pb au cours de la prochaine année, mais il est fort possible qu'elle assouplisse encore davantage son taux directeur, ce qui favoriserait la compression des taux du marché (figure 1). En plus de la durée longue favorable, les paramètres fondamentaux des titres de créance européens demeurent robustes, malgré le contexte de croissance difficile dans la région. Enfin, les obligations européennes de catégorie investissement sont soutenues par leur évaluation intéressante, surtout en valeur relative par rapport à leurs pairs, ainsi que par de forts facteurs techniques, y compris de solides rentrées de fonds dans cette catégorie d'actif. Sur le plan des évaluations, le point d'équilibre des écarts actuel des obligations européennes de catégorie investissement s'établit à 23 pb, soit près du double de celui des obligations américaines de catégorie investissement (12 pb)¹.

Figure 1 : Taux directeur de la BCE et attentes implicites du marché actuelles quant aux cours



¹ The Big Mac, un jeu de mots sur « big macro » (grands thèmes macroéconomiques), est une publication périodique qui traite de sujets pertinents à propos du contexte macroéconomique mondial et des titres à revenu fixe mondiaux.

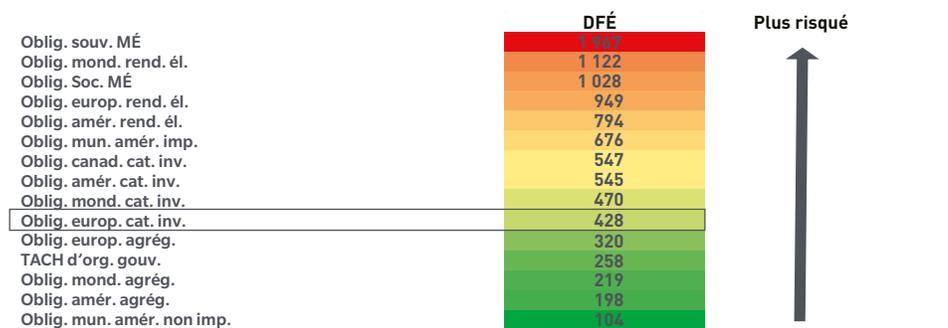
Source : Bloomberg. Données mensuelles de janvier 2020 à décembre 2024. Taux directeur implicite fondé sur la courbe de liquidités prévisionnelles. Données au 13 janvier 2025.



Il est nécessaire de réduire le risque des portefeuilles multiactifs. Nous croyons que les marchés mondiaux pourraient être à la croisée des chemins, l'incertitude entourant la politique monétaire et la volatilité macroéconomique devant augmenter au cours de la période, en particulier dans le contexte de l'administration Trump 2.0. Dans cette optique, il serait logique d'envisager une réduction du risque des portefeuilles multiactifs, notamment en augmentant la pondération des titres à revenu fixe. Dans l'ensemble, nous croyons que les titres à revenu fixe sont bien positionnés en tant que catégorie d'actif intéressante pour réduire le risque, étant donné que les taux globaux se négocient actuellement à des niveaux historiquement élevés. Du côté des actions, même si le contexte des marchés demeure généralement favorable aux actifs risqués, les évaluations boursières actuelles et leur incidence possible sur les rendements boursiers à long terme prévus suscitent de plus en plus d'inquiétudes.

Les obligations européennes de catégorie investissement sont intéressantes en tant que catégorie d'actif pour réduire le risque, compte tenu de leurs caractéristiques défensives attrayantes. Tout d'abord, la volatilité des rendements totaux des obligations européennes de catégorie investissement est nettement inférieure à celle des obligations américaines de catégorie investissement, ce qui donne à penser que les obligations européennes de catégorie investissement ont tendance à être moins risquées. Plus précisément, au cours des 10 dernières années, la volatilité du rendement total des obligations européennes de catégorie investissement s'est établie à 4,8 %, ce qui est nettement inférieur au taux de 7 % enregistré pour les obligations américaines de catégorie investissement. De même, les obligations européennes de catégorie investissement affichent un profil de volatilité plus favorable en ce qui a trait à la volatilité des rendements des titres de créance, c'est-à-dire en excluant les rendements de l'exposition sous-jacente aux taux. En particulier, la volatilité des rendements des titres de créance à 10 ans s'établit à 3,4 % pour les obligations européennes de catégorie investissement, contre 4,7 %, un chiffre beaucoup plus élevé, pour les obligations américaines de catégorie investissement. Il existe de nombreuses autres façons de mesurer les risques liés aux catégories d'actif et, selon ces autres mesures, les obligations européennes de catégorie investissement se démarquent comme une catégorie d'actif plus défensive que les obligations américaines de catégorie investissement. Par exemple, l'une des mesures de risque qui sont les plus populaires auprès de nos gestionnaires de portefeuille de titres à revenu fixe est la durée fois écart (DFÉ). Comme l'illustre la figure 2, les obligations européennes de catégorie investissement produisent le DFÉ le plus bas de l'univers mondial des titres de créance, bien en deçà de celui des obligations américaines de catégorie investissement.

Figure 2 : Mesure du risque lié aux titres à revenu fixe, durée fois écart (DFÉ)



Au 13 janvier 2025

Selon la durée fois l'écart

Source : Bloomberg. Données en date du 13 janvier 2025. La DFÉ est une mesure du risque. DFÉ = Durée fois écart. Oblig. amér. agrég. = indice Bloomberg US Aggregate. Oblig. mond. agrég. = indice Bloomberg Global Aggregate. Oblig. amér. cat. inv. = indice Bloomberg US Aggregate Corporate. Oblig. amér. rend. él. = indice Bloomberg US Corporate High Yield. Oblig. souv. MÉ = indice J.P. Morgan EMBI Global Diversified. Oblig. eur. cat. inv. = indice Bloomberg Pan-Euro Aggregate Corporate. Oblig. eur. rend. él. = indice Bloomberg Pan-European High Yield. Titres de créance mondiaux = indice Bloomberg Global Aggregate Corporate. Oblig. can. cat. inv. = indice Bloomberg Canada Aggregate Corporate. Oblig. mun. imp. glob. am. = indice Bloomberg US Taxable Municipal Aggregate Eligible.

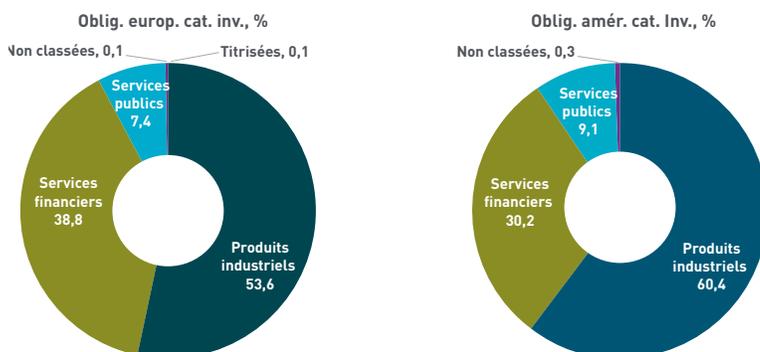
De même, l'analyse du ratio de l'écart par unité de risque de crédit est également favorable aux obligations européennes de catégorie investissement. Selon une note moyenne de A3/BAA1, l'écart actuel de 102 pb produit un écart rajusté en fonction de la note de crédit de 14 pb². Ce résultat est nettement supérieur à l'écart de 11 pb par unité d'écart ajusté en fonction de la note de crédit affiché par les obligations américaines de catégorie investissement. En d'autres termes, les investisseurs sont mieux récompensés avec des obligations européennes de catégorie investissement par unité de risque de crédit.



Enfin, même s'il n'est peut-être pas pertinent d'analyser les taux de défaillance absolus pour l'univers des titres de créance de catégorie investissement, la dérive des notations est un facteur important à prendre en compte. Sur ce front, le ratio hausse/baisse à long terme, qui compare le nombre de révisions à la hausse des notations par rapport à leur nombre de révisions à la baisse, a été plus élevé pour l'Europe occidentale que pour les États-Unis, ce qui laisse entrevoir une dynamique de notation plus vigoureuse dans la région³.

Les obligations européennes de catégorie investissement offrent des avantages sur le plan de la diversification par rapport aux obligations américaines de catégorie investissement. Le premier niveau de différenciation se trouve dans la composition sectorielle de l'indice (figure 3). En particulier, l'exposition au secteur des services financiers est beaucoup plus élevée pour les obligations européennes de catégorie investissement que pour les obligations américaines de catégorie investissement, ce qui pourrait être une caractéristique intéressante de l'indice en raison des taux d'intérêt élevés. En revanche, la pondération des produits industriels est nettement plus faible que celle de leurs homologues américaines. De même, l'exposition au risque par pays est beaucoup plus diversifiée par définition que l'indice américain. Par exemple, les trois pays les plus risqués pour l'indice des obligations européennes de catégorie investissement sont les États-Unis (21 %), la France (20 %) et l'Allemagne (14 %), tandis que dans le cas des obligations américaines de catégorie investissement, ce sont les États-Unis (86 %), le Royaume-Uni (4 %) et le Canada (3 %), un profil très différent en ce qui a trait au risque lié à la concentration géographique⁴.

Figure 3 : Composition sectorielle, oblig. eur. cat. inv. et oblig. amér. cat. inv.



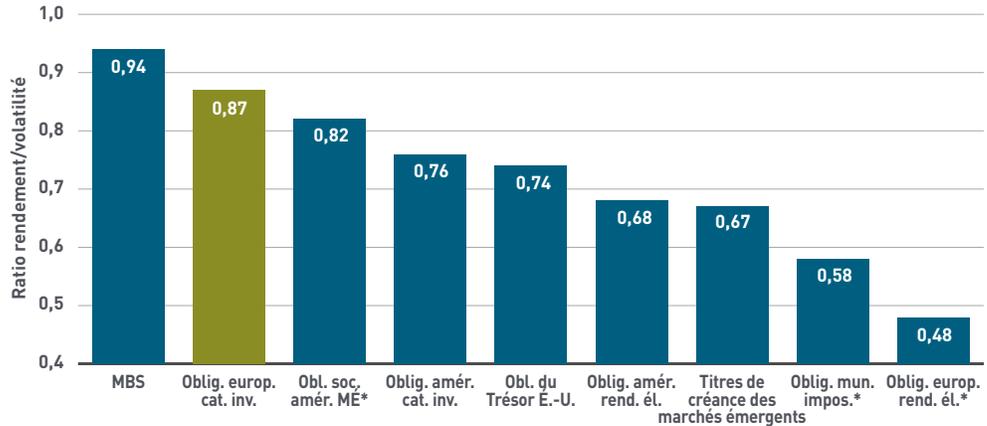
Source : Bloomberg. Oblig. eur. cat. inv. = indice Bloomberg Pan-Euro Aggregate Corporate. Oblig. amér. cat. inv. = indice Bloomberg US Aggregate Corporate. Données au 15 janvier 2025.

De plus, il convient de souligner que la corrélation entre les obligations européennes de catégorie investissement et les actions mondiales est nettement inférieure à celle des obligations américaines de catégorie investissement, ce qui donne à penser que les obligations européennes de catégorie investissement offrent certains avantages sur le plan de la diversification (tout en étant plus défensives) en ce qui a trait à l'exposition aux actifs risqués⁵. Selon nous, il s'agit d'une caractéristique intéressante compte tenu des risques potentiels liés aux actions mondiales au cours de la prochaine période.

Les titres de créance européens ont produit des rendements ajustés au risque intéressants à long terme. Si l'on examine le rendement historique des titres à revenu fixe mondiaux, les obligations européennes de catégorie investissement se distinguent comme l'une des catégories d'actif les plus intéressantes du point de vue du rendement ajusté au risque. En effet, seuls les TACH américains ont produit un rendement ajusté à la volatilité plus élevé depuis la fin des années 1990. Un ratio de 0,88 pour le rendement par rapport à la volatilité est remarquable, à notre avis, surtout lorsqu'il est établi sur un horizon à long terme (figure 4). Le rendement ajusté au risque nettement supérieur des obligations européennes de catégorie investissement s'explique en partie par le fait que, par le passé, la zone euro a offert un contexte macroéconomique plus favorable aux titres à revenu fixe que les États-Unis. De plus, le rendement historique des titres de créance américains, qui affichent une volatilité plus élevée, a été quelque peu affecté par des fluctuations des rendements plus importantes.



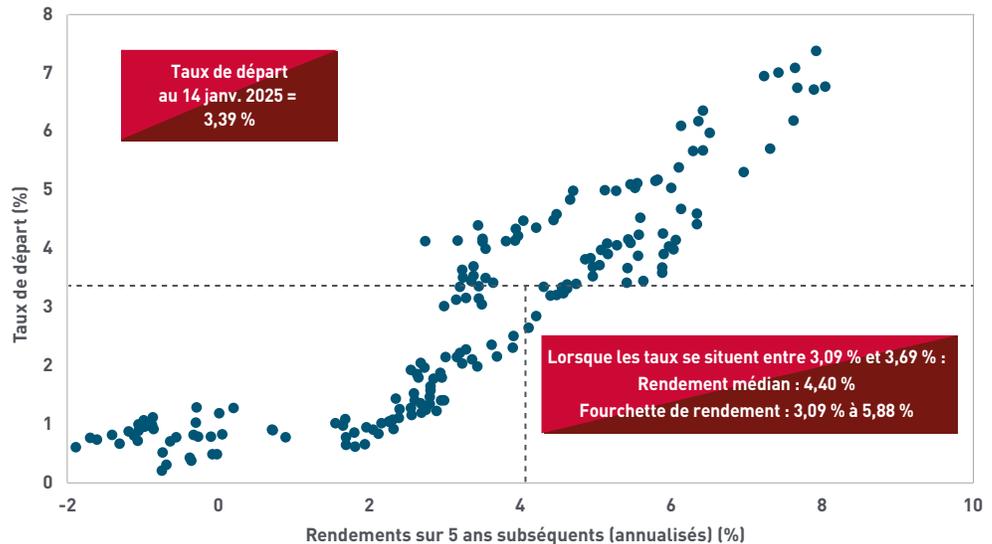
Figure 4 : Rendements ajustés au risque à long terme



Source : Bloomberg. Le ratio correspond à la volatilité du rendement total par rapport au rendement total au cours de la même période. Les indices utilisés comprennent : Prêts hyp. am. = indice Bloomberg US MBS. Oblig. amér. cat. inv. = indice Bloomberg US Aggregate Corporate. Oblig. amér. rend. él. = indice Bloomberg US Corporate High Yield. Oblig. souv. MĒ = indice J.P. Morgan EMBI Global Diversified. Oblig. soc. march. ém. = indice J.P. Morgan CEMBI Broad Diversified. Oblig. eur. cat. inv. = indice Bloomberg Pan-Euro Aggregate Corporate. Oblig. eur. rend. él. = indice Bloomberg Pan-European High Yield. Oblig. mun. imp. glob. am. = indice Bloomberg US Taxable Municipal Aggregate Eligible. Obligations du Trésor américain = indice Bloomberg US Treasury. Ratio mesuré pour la période de juillet 1998 à décembre 2024, sauf pour les oblig. soc. MĒ (depuis janvier 2002), les oblig. mun. imp. (depuis septembre 2003) et les oblig. eur. à rend. él. (depuis janvier 1999) en raison des limites des données. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur.

Les points d'entrée sont importants pour les rendements attendus à long terme. Compte tenu du niveau intéressant des taux actuels des obligations européennes de catégorie investissement, les perspectives des rendements attendus se sont considérablement améliorées. Cela s'explique par le fait qu'il existe historiquement une forte corrélation entre des taux de départ semblables à ceux d'aujourd'hui et d'excellents rendements futurs. Par exemple, si l'on prend des obligations européennes de catégorie investissement à un taux initial de 3,39 %, le rendement annualisé médian pour les cinq années suivantes – en fonction d'une fourchette de 30 points de base (pb) autour du taux de départ – s'établit à 4,40 %, un rendement hypothétique attrayant, avec une fourchette de rendement de 3,09 % à 5,88 % (figure 5).

Figure 5 : Oblig. europ. cat. inv. taux de départ et rendement total des 5 années subséquentes



Bloomberg. Oblig. eur. cat. inv. = indice Bloomberg Pan-Euro Aggregate Corporate. Données mensuelles de janvier 2005 à décembre 2024. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur.

Analyse des titres à revenu fixe

Janvier 2025



Dans l'ensemble, nous pensons que les arguments stratégiques en faveur d'une exposition aux obligations européennes de catégorie investissement sont convaincants, ce qui témoigne principalement de leurs caractéristiques intéressantes et de leur profil de rendement historique. ▲

Notes

¹ Bloomberg. Oblig. eur. cat. inv. = indice Bloomberg Pan-Euro Aggregate Corporate. Oblig. amér. cat. inv. = indice Bloomberg US Source Aggregate Corporate. Le point d'équilibre des écarts est calculé en fonction du ratio des écarts ajustés en fonction des options par rapport à la durée. Données au 15 janvier 2025.

² Source : Moody's. Ce calcul est fondé sur une échelle numérique pour les notes de crédit, en commençant par 1 pour Aaa, 2 pour Aa1, 3 pour Aa2, etc.

³ Bloomberg, S&P et Moody's. Le ratio hausse/baisse a été calculé pour la période allant de 2015 à 2024 à partir des données annuelles sur les fluctuations des notations des titres de catégorie investissement de Moody's et de S&P pour les États-Unis et l'Europe occidentale, respectivement.

⁴ Source : Bloomberg. Bloomberg. Oblig. eur. cat. inv. = indice Bloomberg Pan-Euro Aggregate Corporate. Oblig. amér. cat. inv. = indice Bloomberg US Aggregate Corporate. Composition du risque par pays. Données au 15 janvier 2025.

⁵ Sources : Bloomberg et MSCI. La corrélation sur 2 ans avec l'indice MSCI Monde se situe à 66 % et 85 % pour les obligations européennes et américaines de catégorie investissement, respectivement. Selon les rendements totaux mensuels, calculés pour la période de janvier 2022 à janvier 2025 (données au 15 janvier pour janvier 2025).

Analyse des titres à revenu fixe

Janvier 2025



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 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., 2024. Tous droits réservés.

Les points de vue exprimés sont ceux de l'auteur 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.

La diversification ne garantit pas un gain ou une protection contre les pertes. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur.

RENSEIGNEMENTS MONDIAUX

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), une entreprise autorisée en vertu des lois du Luxembourg en tant que

société de gestion pour les fonds domiciliés au Luxembourg, qui offre 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*; **Bahreïn** – 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 Bahreïn 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* d'Oman (décret

royal 4/74) ou la *Capital Market Law* d'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 et les renseignements qu'il contient ne constituent pas et ne visent

aucunement à constituer une offre publique de titres en Afrique du Sud et, par conséquent, ne doivent pas être interprétés comme tels. Ce document ne doit pas être largement diffusé au public en

Afrique du Sud. Le présent document n'a pas été approuvé par la Financial Sector Conduct Authority 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.