



Heathcoat House 20 Savile Row London W1S 3PR United Kingdom Tel: +44 207 292 6920

885 Third Avenue 24th Floor New York, NY 10022 United States of America Tel: +1 646 472 1800 6 Battery Road #40-02A Six Battery Road Singapore 049909 Singapore Tel: +65 3158 0222

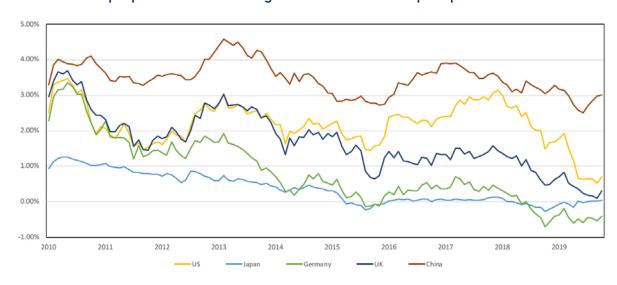
Level 10 20 Martin Place Sydney NSW 2000 Australia Tel: +61 2 8599 2132 Index Tower, Unit 403
Dubai International
Financial Centre
Dubai, United Arab Emirates
Tel: +971 5 0463 5370





L'Obsolescence des Obligations d'État a été largement exagérée

La pandémie mondiale de 2020 a exacerbé bon nombre de tendances devenues apparentes depuis quelques années: le déclin des taux d'intérêt vers la zone négative sur les marchés développés, l'augmentation des ratios de dette publique par rapport au PIB ainsi que la croissance des bilans des banques centrales (en grande partie due aux achats d'obligations d'État). Avec un niveau de rendement actuellement inférieur à 1% sur la grande majorité de la dette publique des marchés développés, et avec des rendements négatifs qui prévalent sur une large proportion de ces marchés, les investisseurs se demandent naturellement si les obligations d'État ont encore la capacité d'amortir les chocs sur les marchés boursiers et si les taux peuvent tomber encore plus bas ?



Graphique 1. Rendements obligataires à dix ans sur les principaux marchés

Source: Bloomberg (données de Septembre 2010 à Aout 2020)

Nous nous tournons vers les tendances historiques pour tenter de répondre à cette question. De nombreuses stratégies d'investissement traditionnelles sont composées d'actions et d'obligations suivant une répartition classique des actifs à proportion de 60% et 40%. Cette approche est fondée sur une corrélation négative entre les actions et les obligations d'État. D'autres actifs à revenu fixe, tel que le crédit d'entreprise, peut figurer dans l'allocation, mais l'élément de diversification provient de la dette publique.

Non seulement les données historiques ont-elles démontré une corrélation négative « structurelle » constante entre les deux classes d'actif, il existe également de solides raisons économiques et financières de penser que cette corrélation se maintienne à l'avenir. Les marchés boursiers ont tendance à subir d'importantes baisses lorsque les attentes de bénéfices futurs chutent fortement. Cela résulte généralement d'une baisse significative de la demande dans l'ensemble de l'économie ou d'un autre choc, entraînant à son tour une pression à la hausse sur le chômage et une pression à la baisse sur l'inflation. La baisse de l'inflation réelle et/ou prévue est susceptible d'avoir un impact négatif sur les rendements obligataires. Les banques centrales sont notamment susceptibles d'assouplir leur politique monétaire en réponse, ce qui exerce également une pression à la baisse sur les taux réels. La dynamique des marchés financiers est également susceptible d'exacerber de tels mouvements des prix des actifs, car des niveaux plus élevés d'incertitude économique ont tendance à se traduire par une recherche de sécurité et de liquidité qui caractérisent les obligations d'État.





Selon nous, cette logique reste valable aujourd'hui. Premièrement, le choc sur la demande engendré par la pandémie mondiale devrait faire baisser l'inflation et les prévisions d'inflation, du moins à court et moyen terme. Auquel cas, si les rendements obligataires nominaux ne tombaient pas, les rendements réels, eux, augmenteraient, induisant un resserrement procyclique des conditions financières. Une telle issue serait incompatible avec l'objectif de la plupart des banques centrales qui ont pour objectif d'assouplir leur politique monétaire de manière à soutenir l'activité. Même si le récent rebond des marchés boursiers américains malmène notre argument, il est de fait que le COVID a créé exactement cet environnement : La baisse des marchés boursiers en dehors de Etats Unis en réponse à l'impact du virus s'est accompagnée d'une baisse significative des taux d'intérêt, préservant ainsi cette corrélation négative entre les actions et l'obligataire d'état.

Deuxièmement, même si les taux d'intérêt nominaux négatifs reste un véritable sujet, l'histoire récente suggère qu'ils ne s'avèrent pas représenter la contrainte que beaucoup anticipaient. Les taux d'intérêt négatifs ont été adoptés jusqu'à très récemment comme outil politique au sein de la zone euro, mais aussi en Suisse et en Suède, tandis que d'autres banques centrales, telles que celles d'Australie et de Nouvelle-Zélande envisagent leur utilisation. En l'absence de nouvelles baisses des taux, les banques centrales ont également déployé d'autres mesures politiques de manière à faire baisser les taux d'intérêt à plus long terme, par exemple l'assouplissement quantitatif. Malgré les niveaux déjà historiquement bas et dans certains cas négatifs, les taux d'intérêt à travers le monde ont encore baissé en réponse au choc négatif du COVID, suggérant que les obligations continuent de respecter cette corrélation négative quand cela s'avère être le plus nécessaire. En d'autres termes, les taux obligataires à rendement négatif sont devenus encore plus négatifs. Ceci suggère que les facteurs sous-jacents justifiant une baisse des rendements nominaux en période de crise continuent de se manifester.

Les investisseurs doivent également tenir compte de l'impact des taux faibles et négatifs sur les autres classes d'actifs. La baisse des taux d'intérêt soutient les valorisations des autres actifs, y compris les marchés boursiers. Une baisse des taux fait monter la valeur réelle des bénéfices à venir. Une diversification d'un portefeuille peut apporter plus de valeur dans un tel environnement où les prix des actifs dépendent fortement des taux directeurs. Dans un tel contexte, les investisseurs peuvent envisager d'augmenter les caractéristiques défensives de leur allocation obligataire par le biais d'une rotation vers les maturités plus longues de la dette souveraine. Cela réduirait l'exposition aux rendements négatifs des maturités courtes sur la courbe des taux et ainsi augmenter la sensibilité aux changements de taux du portefeuille, renforçant ainsi les avantages à tirer de cette corrélation. Cette « assurance » se fait bien entendu au prix d'une perte potentielle de capital plus importante si les rendements augmentaient de façon inattendue. Bien que nous ayons des perspectives d'inflation bénignes à court terme, alors que le choc négatif sur la demande induit par le COVID, la baisse de la vitesse de circulation de la monnaie et l'augmentation de l'épargne de précaution dominent, les perspectives sur le long terme sont plus troubles. Néanmoins, il est raisonnable de s'attendre à une période prolongée de taux d'intérêt bas à l'avenir dans un contexte ou les gouvernements acceptent les conséquences économiques et politiques de la pandémie.

Que dit l'expérience empirique?

Nous nous tournons vers la relation historique entre les obligations et les actions pour comprendre si celle-ci évolue à mesure que les taux d'intérêt se rapprochent de zéro. Premièrement, si nous examinons les corrélations entre les rendements mensuels des actions¹ et ceux des obligations mondiales² dans le tableau 1 ci-dessous, il est évident que les rendements des obligations mondiales ont maintenu la corrélation avec les actions au fil du temps.

¹ MSCI ACWI Index

² FTSE World Government Bond Index (WGBI)





Tableau 1 : Corrélations historiques

Corrélations des rendements mensuels : MSCI ACWI versus Global Bond								
	FTSE WGBI	US	Germany	Japan	UK	China		
20yrs to Aug 2020	-0.28	-0.35	-0.35	-0.16	-0.25	n/a		
5yrs to Aug 2020	-0.25	-0.44	-0.19	-0.11	-0.28	-0.21		
3yrs to Aug 2020	-0.27	-0.50	-0.18	-0.06	-0.33	-0.31		

Source: Bloomberg & Colchester Global Investors, données d'Aout 2000 à Aout 2020

Comme les corrélations varient sur les périodes courtes, nous pensons qu'il est prudent de considérer de telles corrélations sur une période minimum de trois ans. Même cela peut être trop court pour évaluer véritablement une relation structurelle. Il y a toujours le danger de mal interpréter une relation - la hausse des valorisations de presque tous les actifs sur un passé récent alors que les taux d'intérêt, eux, sont tombés en est l'exemple.

Un examen du tableau 1 suggère que la corrélation des rendements entre le FTSE WGBI et ceux des actions mondiales au cours des trois dernières années n'a pas véritablement changé par rapport aux vingt dernières années. Fait intéressant, dans le cas du marché américain ou la corrélation négative semble s'être accrue au fil du temps, comme cela a également été le cas au Royaume-Uni et en Chine. En revanche, on note une légère baisse de cette corrélation négative sur les marchés japonais et allemand. Cela peut valider l'argument selon lequel le niveau des taux en début de période influence la mesure de leur baisse, même si, dans les deux cas, la réduction de cette corrélation n'est que d'environ 0.10. Nous refusons d'attacher trop d'importance à la caractéristique affichée par le marché japonais, car il est soumis à une politique monétaire connue sous le nom de Yield Curve Control (YCC) selon laquelle la Banque Centrale du Japon s'est explicitement engagée à maintenir les rendements à dix ans « autour de zéro ». Même si cette politique est largement considérée comme un plafond sur les rendements, elle semble également agir comme un plancher pour les rendements obligataires japonais, réduisant potentiellement l'efficacité diversificatrice du marché obligataire souverain japonais par rapport au risque actions.

En ce qui concerne l'Europe, les taux à dix ans au cœur de la zone euro ont été sensiblement inférieurs à ceux du Japon ces dernières années. La prévalence des taux d'intérêt négatifs en Europe n'a pas empêché le marché allemand de maintenir une corrélation négative avec les actions au cours des trois dernières années. Le marché allemand a produit un rendement positif au premier trimestre de 2020 malgré des rendements négatifs en début de période. Le rendement du Bund allemand à dix ans, par exemple, est tombé d'un sommet de -17 points de base mi-janvier à un creux de -85 points de base en mars 2020. Alors que cette baisse de 70 points de base était environ la moitié de celle de la baisse équivalente de 120 points de base du rendement américain à dix ans sur la même période, il est parti d'un territoire négatif (contrairement au rendement américain à dix ans qui est parti d'un niveau d'environ + 1,80%) et a fourni un rendement trimestriel solide de + 2,6% lorsque les marchés boursiers ont chuté d'environ 20% ou plus (voir tableau 3).

Alors que la tendance à la baisse des taux a fait la une des journaux, l'ouverture du marché obligataire chinois aux investisseurs étrangers prenait place. Pour cette raison, nous incluons les obligations émises par le gouvernement chinois dans cette analyse. Le marché chinois offre des avantages de diversification intéressants par rapport aux actions, et leur corrélation semble avoir augmenté avec le temps. Le marché des obligations souveraines chinoises est devenu une destination des investisseurs étrangers et, avec des rendements à dix ans actuellement supérieurs à 3%, la question des rendements nuls ou négatifs reste plutôt théorique à ce stade.

Pour la plupart des investisseurs, bien entendu, la corrélation entre les obligations et les actions concerne moins la signification statistique que la réalité de la protection à la baisse en période de baisse des marchés boursiers. Malgré les inquiétudes concernant le niveau des rendements à l'approche du choc COVID, la relation négative s'est brusquement déclenchée en mars.





Les obligations souveraines se sont appréciées alors que les marchés boursiers chutaient entre 20% et 40%. En d'autres termes, en temps de stress, les valorisations des obligations souveraines ont augmenté lorsque d'autres classes d'actifs baissaient.

Un examen du passé récent³ suggère que cette corrélation négative s'est manifestée avec régularité. Le tableau 2 ci-dessous détaille le comportement des rendements obligataires sur les principaux marchés pendant les périodes de détresse des marchés boursiers (dans ce cas défini comme un rendement glissant sur trois mois de l'indice MSCI ACWI inférieur à -10%⁴). Au cours des sept épisodes depuis 2008, les rendements sur les actions ont chuté⁵ et les rendements obligataires ont été positifs, lorsque les marchés boursiers ont chuté de 10% ou plus. Si nous regardons le choc COVID le plus récent, à l'exception du Japon qui est quelque peu aberrant compte tenu de la politique YCC, tous les autres grands marchés ont connu une baisse des taux au côté de rendements positifs au premier trimestre de 2020. Comme indiqué ci-dessus, cela inclut l'Allemagne où les taux étaient négatifs au début de la période. Ces baisses de taux se sont traduites par des rendements absolus positifs de l'indice global des obligations présenté dans le tableau 2. Bien que certains éléments suggèrent que le niveau de « protection » est réduit au fur et à mesure que les taux diminuent, il demeure clair que les obligations souveraines ont toujours fourni une corrélation négative et des rendements positifs au moment où cela était le plus nécessaire.

Tableau 2 : Rendements des actions et des obligations en période de tension

	Rendements glissants sur trois mois		Variation du rendement sur dix ans						
	S&P 500	MSCI ACWI	US	Japon	Allemagne	Royaume Uni	Chine		
29/8/08	-8.39%	-12.93%	-0.25%	-0.34%	-0.23%	-0.51%	0.18%		
28/11/08	-30.14%	-34.82%	-0.89%	-0.02%	-0.92%	-0.71%	-1.39%		
30/6/10	-11.86%	-12.74%	-0.89%	-0.31%	-0.52%	-0.58%	-0.20%		
30/9/11	-14.33%	-17.90%	-1.24%	-0.11%	-1.14%	-0.95%	0.01%		
31/5/12	-4.05%	-10.23%	-0.41%	-0.14%	-0.62%	-0.58%	-0.18%		
31/12/18	-13.97%	-13.08%	-0.38%	-0.13%	-0.23%	-0.30%	-0.32%		
31/3/20	-20.00%	-21.74%	-1.25%	0.03%	-0.29%	-0.47%	-0.56%		

Tableau 3 : Rendements des actions et des obligations en période de tension

	Rendements glissants sur trois mois		Rendements glissants sur trois mois						
	S&P 500	MSCI ACWI	FTSE WGBI	US	Japon	Allemagne	Royaume Uni	Chine	
29/8/08	-8.39%	-12.93%	2.24%	2.51%	2.86%	1.85%	3.12%	1.17%	
28/11/08	-30.14%	-34.82%	4.10%	5.96%	1.40%	6.90%	4.66%	6.90%	
30/6/10	-11.86%	-12.74%	2.39%	4.61%	2.46%	3.97%	4.53%	1.52%	
30/9/11	-14.33%	-17.90%	3.90%	6.43%	1.23%	7.40%	8.78%	0.46%	
31/5/12	-4.05%	-10.23%	1.68%	2.12%	1.31%	4.25%	3.77%	2.19%	
31/12/18	-13.97%	-13.08%	2.38%	2.52%	2.40%	2.35%	2.41%	2.70%	
31/3/20	-20.00%	-21.74%	3.97%	8.08%	0.00%	2.57%	7.63%	2.92%	

Sources: Bloomberg, FTSE, JP Morgan

Les rendements du marché obligataire sont en termes couverts en Dollar Américain. Rendements des actions indiqués en Dollar Américain non couverts.

³ Depuis le début du GFC en septembre 2008.

⁴ Lorsque les périodes chevauchent la période de trois mois avec la vente d'actions la plus importante.

⁵ À trois exceptions près, le Japon au premier trimestre 2020, lorsque les rendements étaient essentiellement inchangés, et la Chine en 2008 et 2011.





Les obligations souveraines continuent d'être un véritable diversificateur

Certains investisseurs obligataires ont réagi à la baisse des rendements en recherchant des fonds obligataires plus flexibles ou sans contrainte qui suggèrent un potentiel de surperformance dans tous les environnements de marché. Cette approche offre l'attrait de rendements positifs et une corrélation négative avec les actifs à risque (ou protection). Ils utilisent généralement des stratégies de rotation de durée et de secteur pour générer un rendement. Paradoxalement, pour éviter une perte en capital en cas de remontée significative des rendements, ces stratégies devraient être peu investies en termes de duration ou sensibilité obligataire. En d'autres termes, ne pas « posséder » la caractéristique clé de duration qui fournit la corrélation négative en cas de choc négatif ou de mouvement à la baisse des taux d'intérêt. S'il y a une sauvegarde de 100 points de base des rendements, par exemple, peu importe le type d'obligations que vous possédez, toutes les obligations subiront une perte en capital. Dans un effort d'éviter de telles pertes, ces types de stratégies peuvent avoir une position de duration nulle ou négative, sapant ainsi l'une des principales raisons fondamentales pour lesquelles les obligations sont généralement détenues dans un portefeuille d'actifs diversifié.

Beaucoup de ces fonds sont également structurellement investis dans le crédit. Cela diminue la corrélation négative potentielle de l'exposition car il existe une forte corrélation positive entre les spreads de crédit et les actions (cf. graphique 2). Ce fut à nouveau le cas au premier trimestre de 2020, les « spreads » s'élargissant alors que les marchés boursiers peinaient.

Graphique 2. Les spreads de crédit entretiennent une relation inversée avec les actions

Source : Bloomberg (données de janvier 2012 à août 2020)

Résumé

Une analyse du comportement des obligations d'État ces dernières années suggère qu'elles continuent d'offrir des avantages de diversification par rapport aux marchés boursiers. Bien que cela puisse être limité dans une certaine mesure par le niveau actuel des rendements sur de nombreux grands marchés, l'argument reste valide dans le contexte de l'émergence du marché obligataire chinois, un marché plus grand que les marchés obligataires britanniques ou allemands, et notamment avec des rendements nominaux résolument positifs.





Tant les preuves empiriques que l'expérience récente du choc induit par COVID au premier semestre 2020 suggèrent que la stratégie optimale pour garantir - dans la mesure du possible - qu'une stratégie obligataire conserve sa capacité à servir d'ancre de diversification dans un portefeuille multi-actif mènent à recommander une allocation dédiée à la dette souveraine. La valeur intrinsèque de la dette publique en tant qu' « actif sans risque », étayée par la capacité d'un gouvernement à taxer ses citoyens et à « imprimer de la monnaie » dans le cas des principaux marchés développés, signifie que ses caractéristiques sont difficiles à reproduire en utilisant toute autre classe d'actifs.

Au cours des prochaines années, le paysage des marchés obligataires mondiaux a certainement changé en raison des taux négatifs et de l'expansion sans précédent des bilans des banques centrales. Bien que nous ne soyons pas des allocateurs d'actifs, nous pensons que les investisseurs devraient chercher à se diversifier autant que possible, que ce soit en termes de classe d'actifs, de région ou de secteur, car l'avenir est par nature imprévisible. Néanmoins, les obligations d'État restent la seule classe d'actifs qui offre le potentiel d'une corrélation négative significative avec les actions et d'autres actifs dits de « croissance » en cas de crise. Cela a de nouveau été démontré cette année, alors que la pandémie a alimenté une forte vente d'actions en mars. Il est également évident qu'il n'y a pas de seuil sur les rendements obligataires, la baisse du rendement des Bunds allemands vers des rendements encore plus profondément négatifs en période de tension le montre sans équivoque.

Informations importantes

- À moins d'indication contraire, ce document reflète les opinions et les opinions de Colchester Global Investors Limited (« Colchester ») à la date du document, et est fourni de bonne foi sur la base de sources que nous croyons, mais ne garantissent pas, d'être exact ou complet à la date du présent document et qui peuvent faire l'objet d'un changement sans préavis.
- Colchester ne fait aucune représentation ni garantie quant à l'exactitude ou à l'exhaustivité de l'information contenue dans le présent document et décline toute responsabilité pour toute perte ou dommages directs, indirects, conséquents ou autres, y compris la perte de bénéfices engagée par vous ou tout tiers qui peut découler de la dépendance à l'égard de ce document.
- Certains renseignements contenus dans le présent document peuvent constituer des énoncés prospectifs. En raison des diverses incertitudes et des événements, la performance réelle des marchés peut différer sensiblement de celles reflétées ou envisagées dans ces Déclarations. Par conséquent, vous ne devriez pas vous fier à ces énoncés prospectifs pour prendre des décisions d'investissement.
- Vous devez savoir que tout investissement comporte un certain degré de risque. Vous devriez consulter un professionnel
 avant d'un investissement. La performance passée n'est pas une garantie de performance future et la valeur de tout
 investissement peut également que la hausse. L'investissement dans tous les produits mentionnés dans ce document met
 votre capital en danger, et vous pouvez perdre une partie ou la totalité de votre investissement. Rien dans ce document
 ne devrait être interprété comme fournissant n'importe quel type d'investissement, d'impôt ou d'autres conseils.
- Le rendement de votre placement peut augmenter ou diminuer en raison des fluctuations de change si votre investissement est dans une devise autre que celle utilisée dans le calcul des performances antérieurs dans ce document.
- À moins d'être indiqués autrement, tous les rendements sont illustrés comme bruts de frais. Les rendements bruts ne reflètent pas la déduction des frais et les dépenses, ce qui réduirait inévitablement les rendements des investisseurs. Rien dans ce document ne doit être interprété comme fournir tout type d'investissement, d'impôt ou d'autres conseils. Ce document peut contenir des informations obtenues à partir de la troisième partie, y compris les notations des agences de notation de crédit.





- LE FTSE Russell est un nom de trading de certaines sociétés du groupe LSE. FTSE® est une marque du Groupe LSE et est utilisée par toute autre société du Groupe LSE sous licence. « TMX® » est une marque de bourse de TSX, Inc. et le groupe LSE sous licence. Tous les droits des indices FTSE Russell ou de l'acquisition de données de la société possède l'indice ou les données. Ni LSE Group ni ses concédants de licence n'acceptent toute responsabilité pour des erreurs ou des omissions index ou données et aucune partie ne peut s'appuyer sur des index ou des données contenus dans cette communication. Pas d'autres distributions les données du Groupe LSE sont autorisées sans le consentement écrit express de la société LSE. Le LSE Groupe ne promeut, ne parraine pas ou n'approuve pas le contenu de cette communication. London Stock Exchange Group plc et ses entreprises du groupe (collectivement, le « Groupe LSE »). © groupe LSE 2020.
- Des informations ont été obtenues auprès de sources jugées fiables, mais J.P. Morgan ne justifie pas son exhaustivité ou la précision. L'index est utilisé avec permission. L'indice ne peut être copié, utilisé ou distribué sans approbation écrite préalable. Droit d'auteur 2020, J.P. Morgan Chase and Co. Tous droits réservés.
- Rien ne garantit que les professionnels actuellement employés par Colchester continueront d'être employés par le cabinet ou qu'un niveau d'expérience ou de performance passée est révélateur de la performance ou du succès futurs.

Informations réglementaires

- Colchester est une entreprise appartenant à des employés dont le siège social est situé à Londres et a des bureaux régionaux à New York, Singapour et Dubaï et un bureau de représentation à Sydney, Australie.
- Colchester est autorisé et réglementé par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni. Colchester est également enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission aux États-Unis et est enregistré en tant que conseiller en négociation de matières premières et Commodity Pool Operator auprès de la Commodity Futures Trading Commission.
- Colchester Global Investors (Singapour) Sd. Ltd détient une licence de services sur les marchés financiers dans la gestion de fonds émise par l'Autorité monétaire de Singapour. Colchester Global Investors (Singapour) Sd. Ltd détient également une licence discrétionnaire de services de gestion de placements délivrée par la Commission des services financiers de Corée.
- S'il vous plaît noter ce qui suit en ce qui concerne le statut réglementaire de Colchester en Australie: (i) ni Colchester Global Investors Limited ni Colchester Global Investors (Singapour) Sdt. Ltd. détient une licence australienne de services financiers pour la provision de certains services financiers, et les deux entités sont exemptées de l'obligation de détenir un service financier australien licence en vertu de la Loi de 2001 sur les sociétés (Cwlth) à l'égard des services financiers offerts par Colchester; (ii) Colchester Global Investors Limited est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority du Royaume-Uni sous le Royaume-Uni lois, qui diffèrent des lois australiennes; (iii) Colchester Global Investors (Singapour) Sd. Ltd. est réglementée par le Autorité de Singapour en vertu des lois de Singapour, qui diffèrent des lois australiennes. Par conséquent, les clients australiens de gros sont pas nécessairement soumis aux mêmes types de protections juridiques ou de recours qu'ils jouiraient si Colchester était directement sous réserve de la Loi sur les sociétés. Colchester a le droit d'offrir ses services financiers en Australie en vertu d'une exemption de l'obligation de détenir une licence australienne de services financiers en vertu de la Loi sur les sociétés, sur la base, parmi les d'autres choses, que les clients sont des « clients de gros » au sens de la Loi sur les sociétés.
- Colchester Global Investors Middle East Limited est réglementée par la Dubai Financial Services Authority pour la provision de conseils sur les produits financiers et d'organiser des transactions dans les investissements. Toutes les communications et services sont Clients professionnels seulement. Les personnes autres que les clients professionnels, comme les clients de détail, ne sont pas les destinataires des communications ou des services de Colchester Global Investors Middle East Limited. Colchester Global Investors Middle East Limited est une société établie au Dubai International Financial Centre (DIFC) en vertu des Loi avec numéro d'enregistrement CL 3239.





- Les services et les fonds discrétionnaires de gestion de placements ne sont pas et ne seront pas commercialisés en Argentine au moyen d'un l'offre publique, en tant que tel terme est définie en vertu de l'article 2 de la loi no 26 831, telle qu'amendée. Aucune demande n'a été ou ne sera avec l'Argentin Comision Nacional de Valores, l'autorité gouvernementale argentine des valeurs mobilières, d'offrir des fonds ou des services discrétionnaires de gestion de placements en Argentine Colchester Global Investors Limited est titulaire d'une licence de fournisseur de services financiers par la Financial Sector Conduct Authority (numéro de licence 43012) en Afrique du Sud.
- Colchester Global Investors Inc. est une filiale en propriété exclusive de Colchester Global Investors Limited. Il n'est pas permis de fournir des conseils en matière d'investissement ou de s'engager dans une activité réglementée.

CE DOCUMENT EST DESTINÉ UNIQUEMENT À UN USAGE PROFESSIONNEL ET N'EST PAS DESTINÉ À LA DISTRIBUTION PUBLIQUE. IL PEUT CONTENIR DES RENSEIGNEMENTS PRIVILÉGIÉS, CONFIDENTIELS OU EXEMPTÉS DE DIVULGATION EN VERTU DE LA LOI APPLICABLE. SI VOUS ONT REÇU CETTE COMMUNICATION PAR ERREUR, S'IL VOUS PLAÎT IGNORER ET SUPPRIMER ET NE PAS DIFFUSER LE CONTENU À TOUTE AUTRE PERSONNE.

CE DOCUMENT NE CONSTITUE PAS L'OFFRE DE DOCUMENTS OU D'ENTENTE DE GESTION DE PLACEMENTS POUR TOUS LES TITRES. VOUS DEVRIEZ DEMANDER CONSEIL AVANT DE FAIRE UN INVESTISSEMENT. EN OUTRE, VOUS DEVEZ EXAMINER LE DOCUMENT D'OFFRE DE PRODUITS PERTINENTS OU ACCORD DE GESTION DE PLACEMENT, ET EN PARTICULIER, LES DIVULGATIONS DE RISQUES S'Y ÉNONT.