

Une approche active du placement dans les obligations municipales imposables

Auteurs



Jason R. Kosty
Gestionnaire de portefeuille



Michael Adams, CFA
Gestionnaire de
portefeuille institutionnel

En résumé

- **Arguments stratégiques** – Les arguments en faveur d'un placement dans la catégorie d'actif des obligations municipales imposables sont fondés sur sa qualité supérieure, la diversification, les avantages des taux et les caractéristiques défensives qu'elles offrent.
- **Construction des indices et avantages d'une approche active** – Les indices sont très concentrés et manquent de profondeur, car plus de 73 000 émissions d'obligations municipales imposables ne répondent pas aux critères d'inclusion¹. Une approche souple et active appliquant des leviers de création de valeur traditionnels et des facteurs de liquidité maximise selon nous les avantages potentiels de cette catégorie d'actif.
- **Critères d'achat intéressants** – Les taux à des sommets inégalés en dix ans et la nature défensive de la catégorie d'actif sont deux aspects qui rendent intéressant l'établissement d'une position en ce moment, car la Réserve fédérale américaine (« Fed ») prévoit un ralentissement de l'activité économique aux États-Unis.

Les obligations municipales imposables attirent de plus en plus les investisseurs institutionnels, comme les caisses de retraite et les compagnies d'assurance, qui ont un horizon de placement plus long et qui recherchent un revenu de grande qualité. La catégorie d'actif a gagné en attrait à l'échelle mondiale : les investisseurs non américains ont pris de plus en plus de place sur le marché des obligations municipales, leur exposition totale passant de 8 milliards de dollars en 2000 à 112 milliards de dollars au premier trimestre de 2023². Une hausse de l'offre découlant d'un changement dans les exigences de refinancement anticipé qui a favorisé les émissions imposables a contribué à répondre à la demande mondiale. Au cours des cinq dernières années, l'univers des obligations municipales imposables a crû d'environ un tiers pour s'établir à 669 milliards de dollars, même si l'offre de refinancement anticipé a diminué en raison de la hausse des coûts d'emprunt³. Et malgré une telle croissance, la taille de cet univers reste faible par rapport aux autres marchés mondiaux des titres à revenu fixe. Cet état de fait, combiné à une baisse de l'offre, a laissé les particuliers sur la touche. Les investisseurs institutionnels conservent leur place dominante dans cette catégorie d'actif.

La catégorie d'actif des obligations municipales imposables comprend un vaste univers d'obligations – plus de 81 000 émissions – présentant des caractéristiques uniques, attribuables en partie aux méthodes de construction des indices⁴. Seulement 0,4 % de ces émissions peuvent être incluses dans les indices agrégés américains, et 12 % seulement sont incluses dans l'indice Bloomberg Taxable Municipal Bond⁵. Le degré de participation des investisseurs à ces indices influe sur l'inefficience et les occasions à l'échelle de l'univers. La participation aux indices agrégés américains est vaste, ce qui accroît la liquidité et augmente le nombre d'investisseurs qui connaissent bien ce type de valeur mobilière. En dehors du marché obligataire américain, le bassin d'investisseurs n'est pas aussi important, et les inefficiences (évaluation erronée du crédit et perception de liquidité) augmentent.

À l'absence d'une représentation globale de l'univers s'ajoute la concentration des indices, qui peut être élevée. À titre d'exemple, avant de bénéficier d'une amélioration de leur cote à l'indice plus tôt cette année (devenue A), les obligations générales de l'État de l'Illinois représentaient près de 54 % de la composante BBB de l'indice Bloomberg Taxable Municipal⁶. De toute évidence, ce niveau de concentration n'est pas une position neutre optimale et limite la contribution potentielle d'un éventail important et diversifié de titres cotés BBB admissibles à un indice et hors indice. La concentration des placements dans l'indice et un univers important d'émissions hors indice sont les raisons pour lesquelles nous croyons qu'une approche souple et active s'avère judicieuse pour cette catégorie d'actif.

Dans le présent article, nous examinons les arguments stratégiques en faveur d'un placement dans cette catégorie d'actif et présentons ceux en faveur d'un placement actif axé sur la création de valeur. Nous concluons par examiner les raisons pour lesquelles nous estimons que le moment est propice pour envisager une participation dans le marché des obligations municipales imposables.

La concentration des placements dans l'indice et un univers important d'émissions hors indice sont les raisons pour lesquelles nous croyons qu'une approche souple et active s'avère judicieuse pour cette catégorie d'actif. ▲

Arguments stratégiques

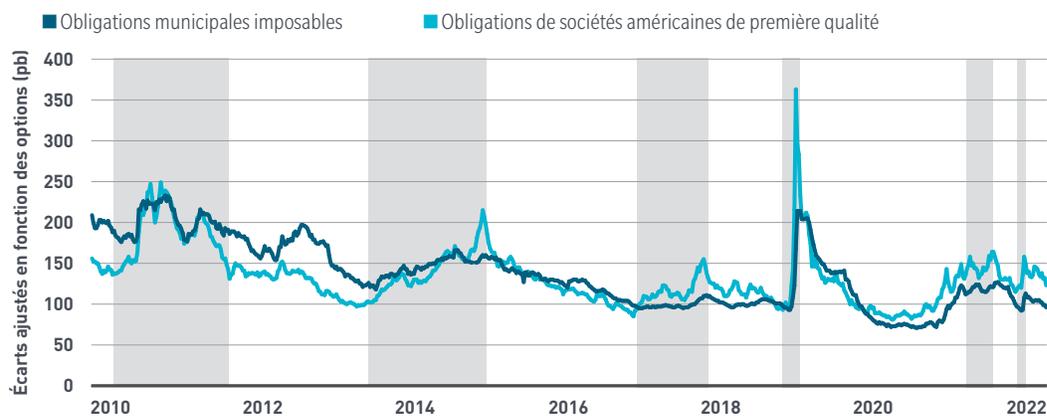
Il existe de solides arguments pour expliquer l'exposition stratégique des investisseurs institutionnels aux obligations municipales imposables. Elles se situent entre les obligations du Trésor américain et les obligations de sociétés de catégorie investissement (IG), tant sur le plan du profil risque-rendement que de la diversification par rapport aux actions, et se comparent favorablement aux obligations de sociétés sur plusieurs autres plans.

Qualité supérieure – La composition de l'univers des obligations municipales imposables envisagé pour le placement est de meilleure qualité que celle de l'univers des obligations de sociétés de catégorie investissement; selon les indices, environ 75 % des obligations municipales imposables sont notées AAA- ou AA, contre seulement 8 % pour les obligations de sociétés de catégorie investissement (IG)⁷.

Taux de défaillance – Dans le passé, les taux de défaillance des obligations municipales ont été beaucoup plus faibles que ceux des obligations de sociétés de catégorie investissement aussi bien de manière générale qu'aux différents niveaux de notation. Le taux de défaillance cumulatif moyen sur 10 ans de Moody's est de 2,1 % pour les obligations de sociétés de catégorie investissement et de 0,1 % pour les obligations municipales⁸. Les faibles taux de défaillance témoignent de la stabilité historique des sources de revenus servant à rembourser la dette municipale tout au long des cycles économiques.

Secteurs défensifs – Les obligations municipales adossées à des revenus comprennent principalement des secteurs de services essentiels – services publics, transport, éducation et soins de santé, par exemple – et présentent donc des caractéristiques défensives. Ces secteurs sont généralement beaucoup moins sensibles au crédit que les obligations de sociétés en cas de récession ou de ralentissement (voir la figure 1).

Figure 1 : Écarts de taux des obligations municipales imposables et des sociétés américaines



Source : Bloomberg. Données quotidiennes du 31 décembre 2010 au 30 juin 2023. Les zones ombrées représentent des périodes d'élargissement des écarts. Zones d'élargissement des écarts de taux définies comme des périodes au cours desquelles les écarts de taux des obligations de sociétés américaines de première qualité se sont élargis d'au moins 48 pb (48 pb étant le dernier épisode d'élargissement des écarts de taux des obligations de sociétés américaines de qualité supérieure au printemps 2023). OAS = écart corrigé de l'effet des options. Obligations municipales imposables = indice Bloomberg Taxable Municipal Bond. Obligations de sociétés américaines de catégorie investissement = indice Bloomberg US Agg Corporates. Il est impossible d'investir directement dans un indice.

Corrélation inférieure aux actions – L'indice des obligations municipales imposables a affiché une corrélation historiquement inférieure à celle entre l'indice US Aggregate Corporate (indice général des obligations de sociétés américaines) et l'indice S&P 500, soit 0,35 contre 0,62⁹, ce qui témoigne des avantages de la diversification stratégique.

Ces caractéristiques en font une source de rendement unique et défensive, offrant une diversification précieuse en périodes de faiblesse des marchés boursiers (voir la figure 2).

Figure 2 : Potentiel de diversification pendant les périodes de faiblesse des actions

Période de repli	Indice MSCI Monde	Titres municipaux imposables	Titres du Trésor américain	Obligations de sociétés américaines
Du 2012-04-02 au 2012-06-04	-9,4 %	4,0 %	3,4 %	2,0 %
Du 2012-09-14 au 2012-11-16	-6,7 %	3,9 %	1,5 %	2,7 %
Du 2013-05-22 au 2013-06-24	-7,2 %	-6,5 %	-2,0 %	-4,3 %
Du 2014-09-19 au 2014-10-15	-8,2 %	3,5 %	2,5 %	2,5 %
Du 2015-05-21 au 2015-08-25	-12,2 %	1,4 %	0,9 %	-1,2 %
Du 2015-04-11 au 2016-11-02	-13,9 %	6,1 %	3,5 %	0,1 %
Du 2018-09-28 au 2018-12-24	-17,2 %	2,0 %	2,3 %	-0,3 %
Du 2019-05-03 au 2019-06-03	-5,8 %	3,9 %	2,9 %	1,9 %
Du 2020-12-02 au 23-03-2020	-34,0 %	-1,2 %	5,8 %	-11,9 %
Du 2020-06-08 au 2020-06-11	-5,8 %	2,5 %	1,4 %	0,2 %
Du 2020-09-02 au 2020-10-30	-7,9 %	-2,0 %	-1,2 %	-1,3 %
Du 2021-09-02 au 2021-04-10	-5,2 %	-0,5 %	-0,5 %	-0,3 %
Du 2022-01-03 au 2022-10-12	-26,0 %	-18,9 %	-12,7 %	-18,3 %

Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. Il est impossible d'investir directement dans un indice.
Source : Bloomberg. Indice MSCI Monde = indice MSCI Monde (dividendes nets). Titres municipaux imposables = indice Bloomberg Taxable Municipal Bond. Titres du Trésor américain = indice Bloomberg US Treasury. Obligations américaines = indice Bloomberg US Corporate Investment Grade. Les données reflètent le rendement total de la période de détention pour chaque période indiquée. Les rendements sont en dollars américains et non couverts.

Besoins en matière de durée – En plus de la qualité et du caractère défensif généralement offerts par les obligations municipales, les émissions dans l'ensemble des échéances permettent aux investisseurs de cibler des besoins précis en matière de durée. La représentation de l'ensemble des échéances diffère de celle des obligations de sociétés; en effet, ces dernières ne se déclinent pas en émissions comprises entre 10 et 30 ans. Combinées à l'absence de titres de créance notés AAA- et AA-, les obligations de sociétés pourraient ne pas constituer une source d'exposition de grande qualité, ni offrir un écart supplémentaire avec les obligations du Trésor pour les investisseurs institutionnels qui recherchent une durée de 15 à 25 ans. Bien qu'il s'agisse d'une catégorie d'actif plus petite, les obligations municipales imposables peuvent offrir aux investisseurs une exposition dans les segments où les obligations de sociétés font défaut.

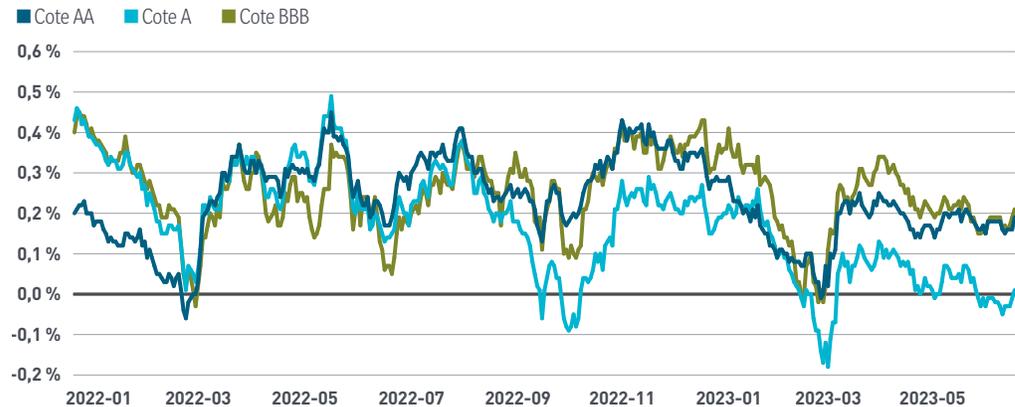
Avantage des taux – À l'examen des taux des obligations municipales sur une base historique (figure 3) et par rapport aux obligations de sociétés (figure 4), nous constatons que l'ajustement du taux des obligations du Trésor américain en 2022 a porté les taux des obligations municipales imposables à leur plus haut niveau en 10 ans, terminant le deuxième trimestre de 2023 à 5,1 %.

Figure 3 : Rendement le plus défavorable de l'indice des obligations municipales imposables (%)



Source : Bloomberg. Données quotidiennes du 31 janvier 2011 au 30 juin 2023.
Titres municipaux imposables = indice Bloomberg Taxable Municipal Bond.

Figure 4 : Rendement le plus défavorable des titres de sociétés municipales imposables (pb)



Source : Bloomberg. Données quotidiennes du 31 janvier 2022 au 30 juin 2023. Titres municipaux imposables = indice Bloomberg Taxable Municipal. Obligations de sociétés américaines de catégorie investissement = indice Bloomberg US Corporate.

À chaque palier de qualité, la rémunération est plus élevée pour les obligations municipales imposables que pour les obligations de sociétés. Par exemple, les obligations municipales imposables cotées AA offrent une prime de taux de 19 points de base par rapport aux obligations de sociétés notées AA¹⁰. Comment expliquer cet avantage de taux? Il y a quelques années, l'avantage de taux était principalement attribuable à une durée plus longue que celle de l'indice des obligations de sociétés. Il y a dix ans, la durée de l'indice des obligations municipales imposables était presque trois ans plus longue que celle de l'indice des obligations de sociétés. Aujourd'hui, la différence n'est que de 8/10^e d'année. Compte tenu de cette compression, nous attribuons l'avantage de taux des obligations municipales imposables à leur nature vaste et fragmentée, à la méthodologie de construction des indices et à la liquidité davantage qu'à la durée. Examinons la situation de plus près.

Construction des indices et approche active

Les indices sont des représentations systématiques et transparentes des segments d'un marché qu'ils sont conçus pour cibler. Dans le cas des obligations municipales imposables, les indices peuvent être utilisés pour représenter la catégorie d'actif, mais ils parviennent mal à refléter l'ampleur de l'univers et à établir simultanément une exposition efficace.

Avec plus de 81 000 émissions dans l'univers, la catégorie d'actif des obligations municipales imposables est unique par son ampleur comparée aux autres secteurs de titres à revenu fixe. Les indices superposent des règles d'inclusion qui segmentent l'univers en fonction de la taille des émissions. Les obligations incluses dans l'indice US Aggregate doivent s'élever individuellement à au moins 300 millions de dollars. Celles comprises dans l'indice des obligations municipales imposables doivent d'une part figurer dans une émission d'au moins 75 millions de dollars et d'autre part s'élever individuellement à au moins 7 millions de dollars (les titres de l'indice sont également inclus dans l'indice US Aggregate). Les émissions qui ne satisfont pas aux critères de taille ne sont pas admissibles aux indices (voir la figure 6). Ces groupements en indices ont pour effet d'attirer différents acheteurs.

Les stratégies ayant l'indice US Aggregate comme référence comptent un plus grand nombre et une plus grande variété d'acteurs et d'actif que celles qui utilisent l'indice des obligations municipales imposables. Il en résulte un écart de liquidité entre ces indices et des émissions hors indice, comme le montre la figure 5. Les données de la figure 5 sont la note de liquidité de Bloomberg, qui est un classement relatif par centiles de la liquidité attendue d'un groupe de pairs. La liquidité est mesurée en fonction du coût de transaction d'une certaine fourchette de volumes au cours d'une journée. Le rang 1 est considéré comme le « moins liquide » et le rang 100 est considéré comme le plus liquide.

Figure 5 : Évaluation du coût de la liquidité selon Bloomberg

	Obligations municipales imposables dans l'indice US Aggregate	Indice Bloomberg Taxable Municipal	Obligations municipales imposables hors indice et celles avec CUSIP d'entreprise qui ne font pas partie de l'indice US Aggregate
AAA	62	58	56
AA	61	55	59
A	63	55	47
BAA	44	42	32
Total	61	56	55

Source : Bloomberg, au 18 avril 2023.

En plus d'avoir une incidence sur les niveaux de liquidité dans l'ensemble de la catégorie d'actif, les règles d'inclusion d'un indice ont pour effet contraire d'exclure la vaste majorité de l'univers. Plus de 73 000 émissions sont exclues de l'indice des obligations municipales imposables, soit 88 % de l'univers. À l'heure actuelle, seulement 313 émissions peuvent être incluses dans l'indice US Aggregate. Les règles d'inclusion d'un indice limitent considérablement la disponibilité des émissions dans les paliers de notation à écart supérieur. Le nombre d'émissions municipales imposables notées A/BBB dans l'indice US Aggregate s'élève à 76, et dans l'indice des obligations municipales imposables, à 1 891, contre 3 971 en dehors des indices¹¹. Cette absence de représentation se traduit par une forte concentration de l'indice dans le palier BBB, par exemple. Comme nous l'avons déjà mentionné, avant de passer à la cote A de l'indice, les obligations générales de l'État de l'Illinois représentaient 54 % de la composante des obligations cotées BBB de l'indice des obligations municipales imposables¹². En résumé, les indices ne proposent pas de représentation large de l'univers des obligations municipales imposables. Une approche active permet de tirer parti du potentiel de rendement et de maximisation des taux, tout en profitant des avantages de la catégorie d'actif que représentent son caractère défensif, son faible taux de défaillance et sa faible corrélation.

Comme nous l'avons mentionné dans notre introduction, les investisseurs individuels sont peu présents sur le marché des obligations municipales imposables, ce qui témoigne de la taille réduite du marché et une méconnaissance, surtout par rapport au marché des obligations exonérées d'impôt. Morningstar, par exemple, n'a pas encore vu la nécessité de créer un univers de fonds municipaux imposables pour le marché américain des particuliers. Les niveaux inférieurs de liquidité et les frais supérieurs d'opérations qui en découlent limitent également l'application aux marchés des particuliers. Toutefois, ces caractéristiques peuvent être très attrayantes pour les investisseurs institutionnels qui ont des périodes de détention à long terme ou des approches d'achat et de conservation, et qui sont prêts à accepter un très faible degré de liquidité pour des niveaux potentiellement plus élevés de compensation en rendement. Les obligations municipales imposables peuvent offrir aux investisseurs institutionnels la possibilité de substituer le risque de crédit au risque d'illiquidité, en améliorant les caractéristiques de qualité et défensives tout en maintenant ou en augmentant les niveaux de rendement.

Figure 6 : Obligations municipales imposables – Nombre de titres

	Obligations municipales imposables dans l'indice US Aggregate	Indice Bloomberg Taxable Municipal	Obligations municipales imposables hors indice et celles avec CUSIP d'entreprise qui ne font pas partie de l'indice US Aggregate
AAA	45	2 024	4 495
AA	192	5 619	18 175
A	68	1 693	3 660
BBB	8	198	311
Inférieur à catégorie investissement	0	0	107
Non notées	0	0	46 547
Total	313	9 534	73 295

Source : Bloomberg et recherche MFS au 30 juin 2023.

Les obligations municipales imposables peuvent offrir aux investisseurs institutionnels la possibilité de substituer le risque de crédit au risque d'illiquidité, en améliorant les caractéristiques de qualité et défensives tout en maintenant ou en augmentant les niveaux de rendement. ▲

En plus des avantages stratégiques offerts par la catégorie d'actif des obligations municipales imposables qui sont décrits dans la section précédente, il existe des arguments convaincants en faveur d'une approche souple et active pour maximiser les occasions.

Équipe et approche de MFS^{MD}

Compte tenu du nombre et de la diversité des emprunteurs dans cette catégorie d'actif, nous pensons qu'une équipe chevronnée possédant une expertise tout aussi diversifiée est une condition préalable à la réussite. L'équipe de MFS comprend des analystes fondamentaux, des avocats et des négociateurs qui collaborent et apportent leurs différents points de vue. Les analystes fondamentaux donnent leur avis concernant les occasions sur les marchés primaire et secondaire pour les obligations indicielles et non indicielles, en mettant l'accent sur les obligations notées A- et BBB, qui présentent de plus grandes inefficiences. Les avocats intégrés à l'équipe de placement se prononcent sur les ententes complexes et donnent des conseils sur les caractéristiques des titres à éviter. La qualité des relations des négociateurs avec Wall Street dans un marché inefficace est essentielle, tout comme leur capacité à consulter les négociateurs d'obligations de sociétés pour trouver de la valeur relative sur le marché. Les opérations sur le marché des obligations municipales reposent principalement sur des discussions en personne avec des sociétés nationales et locales plutôt que sur les opérations électroniques, courantes sur les marchés les plus efficaces, ce qui accroît l'importance des négociateurs et de leurs relations sur le marché municipal.

MFS investit dans des obligations municipales depuis les années 1970 et dans le segment imposable du marché depuis 2009. Notre approche est caractérisée comme active, axée sur le long terme et consciente du risque de baisse. Nous croyons que les portefeuilles de MFS offrent une exposition beaucoup plus efficace à l'univers des obligations municipales imposables que celle des indices. Par exemple, la stratégie phare de MFS a une part active de plus de 90 % et enregistre historiquement plus de la moitié du rendement excédentaire en provenance des placements hors indice. Une panoplie complète de leviers de création de valeur, notamment la qualité, le secteur, la sécurité, la durée et la courbe des taux, a contribué au rendement relatif.

La liquidité est prise en compte dans chaque décision, car nous cherchons à obtenir une prime de rendement pour les petites obligations qui sont négociées moins activement. Le cas échéant, les portefeuilles conservent des enveloppes de liquidités à des fins d'ajustement en fonction de l'évolution des perspectives. Fait important, même si nous reconnaissons que notre priorité est d'atteindre les objectifs de rendement excédentaire ou de taux, nous effectuons nos opérations de gestion tout en cherchant à réduire les risques de baisse, étant donné le souhait de diversification de grande qualité formulé par les clients concernant les obligations municipales imposables.

Critères d'achat intéressants

Le moment est bien choisi pour entrer sur le marché des obligations municipales imposables, compte tenu des taux actuels et des caractéristiques défensives de cette catégorie d'actif. De nombreux indicateurs laissent en particulier entrevoir un ralentissement économique potentiel aux États-Unis. Les taux sont à leur plus haut niveau en 10 ans, ce qui représente une caractéristique d'achat intéressante pour les porteurs de titres à long terme sensibles aux taux qui cherchent à investir dans des titres à revenu fixe de grande qualité.

Les services essentiels qui composent bon nombre des secteurs de revenus sur le marché municipal ont généralement des caractéristiques défensives dans un contexte de récession. Bien que les paramètres fondamentaux actuels des obligations municipales atteignent des sommets très élevés, nous pensons qu'un ralentissement de l'économie devrait avoir une incidence générale minimale sur les cotes de crédit des municipalités.

Conclusion

La catégorie d'actif des obligations municipales imposables est de plus en plus attrayante partout dans le monde en raison de la forte augmentation de l'offre au cours des cinq dernières années et d'une combinaison très intéressante de qualité et de rendement, qui a suscité un intérêt croissant de la part des investisseurs institutionnels mondiaux. Selon nous, les méthodes de construction des indices limitent leur utilité comme guides pour la construction de portefeuilles; une approche souple et active permet de maximiser les diverses occasions offertes dans cette catégorie d'actif. Le moment est peut-être venu d'envisager une répartition, car les taux historiquement élevés sont de bon augure pour les rendements subséquents et une orientation sectorielle défensive pourrait offrir une résilience en cas de ralentissement économique. ▲

Les méthodes de construction des indices limitent leur utilité comme guides pour la construction de portefeuilles; une approche souple et active permet de maximiser les diverses occasions offertes dans cette catégorie d'actif. ▲

Notes

- ¹ Source : Bloomberg et recherche MFS au 30 juin 2023. Comprend les obligations municipales imposables et les obligations municipales émises avec des CUSIP d'entreprise qui ne font partie d'aucun indice.
- ² Source : Board of Governors of the Federal Reserve System, états financiers des États-Unis, tableau Z.1, au 8 juin 2023.
- ³ Source : Bloomberg, au 3 juillet 2023.
- ⁴ Source : Bloomberg et recherche MFS au 30 juin 2023
- ⁵ Source : Bloomberg et recherche MFS au 30 juin 2023.
- ⁶ Source : Bloomberg, février 2023.
- ⁷ Source : Bloomberg, au 30 juin 2023. Titres municipaux imposables = indice Bloomberg Taxable Municipal Bond. Obligations de sociétés américaines de catégorie investissement = indice Bloomberg US Aggregate Corporate.
- ⁸ Source : Taux de défaillance des municipalités extrait du rapport de Moody sur les finances publiques intitulé « US Municipal Bond Defaults and Recoveries. » Données annuelles du 31 décembre 1970 au 31 décembre 2021 (données les plus récentes). Taux de défaillance des obligations de sociétés américaines issus de la base de données sur les défaillances et les cotes de Moody's. Données annuelles du 31 décembre 1970 au 31 décembre 2021.
- ⁹ Obligations municipales imposables = Bloomberg Municipal Index Taxable Bonds. Obligations de sociétés américaines de catégorie investissement = indice Bloomberg US Aggregate Corporate. Corrélation fondée sur les données mensuelles historiques des cinq dernières années au 31 mars 2023.
- ¹⁰ Source : Bloomberg. Données quotidiennes du 1^{er} janvier 2007 au 30 juin 2023. Obligations municipales imposables = indice Bloomberg Taxable Municipal. Obligations de sociétés américaines de catégorie investissement = indice Bloomberg US Corporate.
- ¹¹ Source : Bloomberg et recherche MFS au 30 juin 2023.
- ¹² Source : Bloomberg, au février 2023.

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.

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.; **Amérique latine** – MFS International Ltd.; **Canada** – MFS Gestion de Placements Canada Limitée. Aucune commission des valeurs mobilières ni aucun organisme de réglementation analogue au Canada n'ont passé en revue le présent document. **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 se situe au S. à r.l. 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*.