

PERSPECTIVES SUR LES CATÉGORIES D'ACTIF – ACTIONS

Le prochain cycle pourrait nécessiter davantage que la simple détention de titres

Ce que signifie l'évolution des meneurs du marché pour les investisseurs actifs et passifs

JUILLET 2026

Sommaire d'information

Le débat entre gestion active et gestion passive est souvent axé sur les frais, l'efficacité et le rendement récent. Ces éléments sont importants, surtout après une période où l'exposition à l'indice de référence a été difficile à surpasser. Mais ils peuvent occulter le point le plus fondamental : une action est une créance sur les flux de trésorerie futurs d'une société, et son cours reflète les attentes actuelles à l'égard de ces flux de trésorerie. Les rendements futurs des placements dépendent de l'écart entre les cours actuels et ce qui finira par se produire.

Pourquoi? Car les cycles du capital influencent les résultats. Des rendements élevés attirent les placements; les placements modifient l'offre, la concurrence et le pouvoir de fixation des prix; et ces changements finissent par tester les hypothèses intégrées dans les évaluations.

L'argument en faveur de la gestion active n'est pas que les marchés ignorent le changement. Les prix sont prospectifs et intègrent efficacement les attentes collectives à l'égard de l'avenir. Toutefois, les indices de référence pondérés en fonction de la capitalisation boursière attribuent le plus de capitaux aux sociétés qui sont déjà devenues importantes, en raison de la croissance passée des bénéfices, de l'appréciation du cours de l'action et de la confiance des investisseurs. Les investisseurs passifs restent ainsi fortement exposés aux chefs de file actuels du marché, puisque les pondérations des indices de référence reflètent les succès enregistrés par le passé. La concentration elle-même n'est pas le problème; c'est le résultat de solides paramètres fondamentaux, de valorisations favorables et de conditions macroéconomiques avantageuses. La question clé est de savoir si les conditions qui ont produit les chefs de file actuels du marché peuvent persister et, si elles ne le peuvent pas, où la prochaine génération de chefs de file du marché émergera.

Il faut commencer par l'analyse de l'action

Une action n'est pas seulement un symbole boursier, une exposition à des facteurs ou une pondération dans un indice. Une action constitue une participation au capital d'une entreprise, et sa valeur repose sur les flux de trésorerie que celle-ci peut générer au bénéfice de ses actionnaires à long terme.

C'est le point de départ de la gestion active. Le défi n'est pas simplement de trouver de bonnes sociétés, mais de déterminer si le prix d'aujourd'hui reflète adéquatement les données économiques de demain. Les bonnes entreprises peuvent être de mauvais placements si les attentes sont trop élevées – et les sociétés moins favorisées peuvent être intéressantes si les attentes sont trop faibles.

AUTEURS



ROB ALMEIDA

Gestionnaire de portefeuille et stratégie en placements mondiaux



ROSS CARTWRIGHT

Stratège principal
Groupe des stratégies et analyses

L'évaluation est le langage des attentes

Elle ne sert pas uniquement à déterminer le bon moment pour investir; elle exprime les attentes. Même si des mesures comme les ratios cours/bénéfice (C/B) sont des points de référence utiles, elles ne déterminent pas la valeur intrinsèque. Une valorisation élevée n'est pas toujours coûteuse; une faible valorisation n'est pas toujours bon marché. Ce qui compte, c'est de savoir si le potentiel de croissance future, la durabilité des marges, le réinvestissement et la prise de risque peuvent soutenir la valorisation actuelle.

Cela devient encore plus important lorsque les cycles de capital changent. Les pondérations les plus importantes de l'indice de référence peuvent encore être d'excellentes entreprises, mais les rendements futurs dépendent de leur capacité à continuer de dépasser les attentes déjà élevées.

Le principal risque n'est peut-être pas seulement lié aux ratios de valorisation. Bon nombre des sociétés qui mènent actuellement le marché ne sont pas surévaluées au regard des mesures de valorisation traditionnelles. La grande question est de savoir si les bénéfices futurs peuvent justifier les prix actuels à mesure que la concurrence s'intensifie et que les besoins en capitaux augmentent. Le prochain cycle pourrait être façonné moins par la contraction des ratios que par des hypothèses de bénéfices qui se révèlent trop optimistes.

Pourquoi les cycles de capital sont importants

Les cycles de capital sont simples, mais puissants : les rendements élevés attirent le capital; le capital crée de la capacité; la capacité change la concurrence; et la concurrence influe sur le pouvoir de fixation des prix, les marges et les rendements futurs.

Les sociétés prospères ne font pas inévitablement faillite, mais les rendements exceptionnels ne devraient pas non plus persister. À mesure que le cycle du capital évolue, certaines sociétés accentueront leurs avantages concurrentiels, alors que d'autres réaliseront que la croissance ne crée pas automatiquement de la valeur. La gestion active vise à distinguer ces deux trajectoires avant qu'elles ne soient intégrées dans les cours.

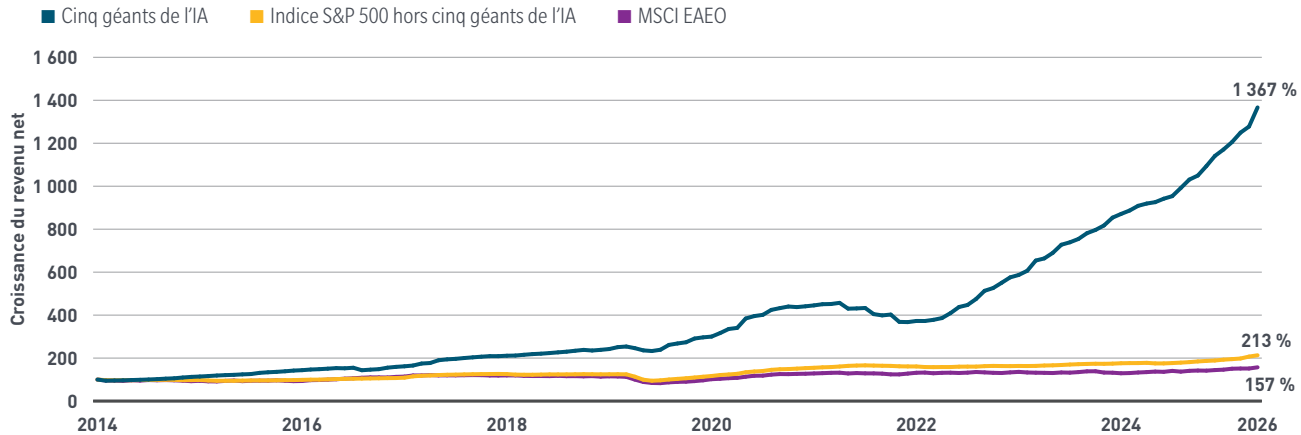
Un indice pondéré en fonction de la capitalisation boursière intègre des gagnants et des perdants futurs proportionnellement à leur valeur marchande actuelle. Il ne cherche pas à anticiper quelles entreprises, quels secteurs ou quelles hypothèses seront avantagés ou désavantagés dans la prochaine phase du cycle.

Pourquoi la dernière décennie a favorisé la détention

La décennie qui a suivi la crise financière mondiale a créé des conditions exceptionnellement favorables à l'investissement passif : baisse des taux, abondance de liquidités, mondialisation et émergence de modèles d'affaires peu axés sur les actifs. La croissance des bénéfices a été récompensée, les ratios ont augmenté et les plus grandes sociétés sont devenues encore plus grandes.

Il en est résulté une puissante boucle de rétroaction : la solidité des fondamentaux a fait monter les cours, la hausse des cours a accru la pondération dans les indices de référence, et cette pondération plus élevée a entraîné une augmentation de l'exposition des investisseurs passifs. Comme le montre la figure 1, une grande partie de la concentration actuelle du marché s'explique par la solide croissance des bénéfices effectivement enregistrée. La concentration n'est pas un jugement, mais un résultat. La question est de savoir si ces pôles de rentabilité pourront être maintenus dans la durée et quels éléments pourraient favoriser un élargissement ou une rotation du leadership.

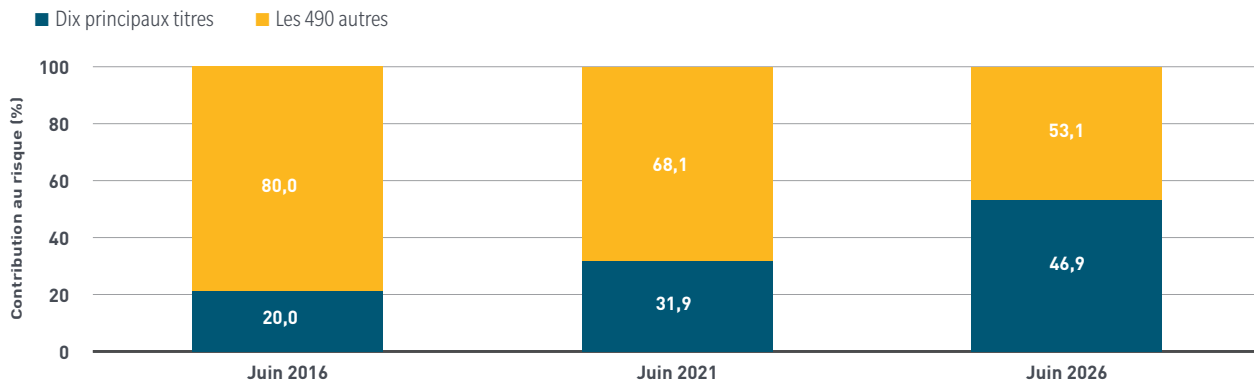
Figure 1 : La croissance exceptionnelle des bénéfices a justifié la récente concentration, mais ce scénario peut-il se reproduire ?



Source : FactSet, analyse de portefeuille. Données mensuelles du 31 décembre 2014 au 30 avril 2026. Les cinq géants de l'intelligence artificielle (IA) = Amazon, Alphabet, Meta, Microsoft et Nvidia. Indice S&P 500 hors cinq géants de l'IA = indice S&P 500, excluant les titres des cinq géants de l'IA. Le revenu net est celui des 12 derniers mois.

Cela signifie qu'à mesure que les plus grandes actions gagnaient en importance, elles ne se contentaient pas de dominer la pondération de l'indice de référence; elles en venaient également à dominer de plus en plus le risque de cet indice.

Figure 2 : Les mégacapitalisations influençant de plus en plus le risque des indices, la composition du portefeuille revêt une importance accrue



Source : Bloomberg PORT. Données au 30 juin 2026; les analyses rétrospectives sont effectuées à partir des dates indiquées. Le risque de l'indice S&P 500 est le risque total prévu sur un an (erreur de réplcation) selon le modèle MAC3 Integrated Multi-asset de Bloomberg. Les répartitions montrent les contributions des dix principaux titres de l'indice S&P 500 aux dates indiquées par rapport aux 490 autres titres.

Pour les gestionnaires actifs, cette situation a des implications en matière de construction de portefeuille : la sous-pondération des valeurs les plus importantes n'est plus seulement un choix lié à la valorisation ou à une conviction, mais un véritable défi en matière de composition de portefeuille. Le fait de ne pas détenir ou de sous-pondérer ces sociétés a considérablement réduit le bêta du portefeuille, et les investisseurs ont souvent eu de la difficulté à remplacer cette exposition par d'autres placements axés sur la croissance. À mesure que les rendements du marché se sont concentrés dans un petit groupe d'actions, les portefeuilles à bêta faible ont été confrontés à un important obstacle au rendement relatif.

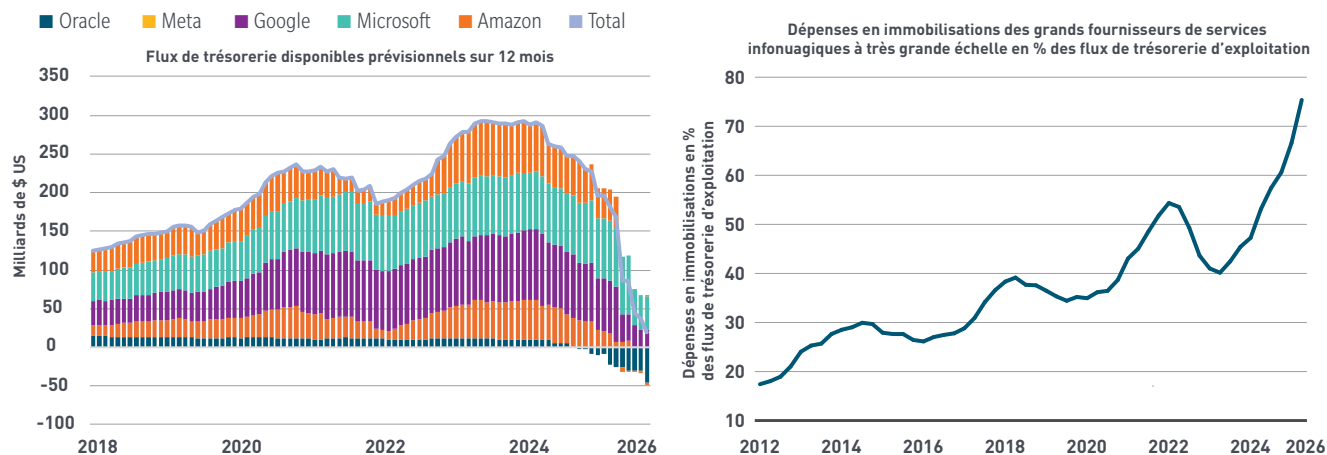
Le prochain cycle semble plus capitalistique

Le prochain cycle sera plus capitalistique pour les sociétés qui dominent actuellement les indices pondérés en fonction de la capitalisation boursière. L'IA est l'exemple le plus évident : une révolution logicielle qui dépend des semi-conducteurs, des centres de données, de l'énergie, des terres, des permis et des chaînes d'approvisionnement. L'IA peut vivre dans le nuage, mais celui-ci dépend pour ainsi dire de l'infrastructure mise en place sur le terrain.

Les dépenses en immobilisations liées à l'IA illustrent le défi que représente l'investissement. Les sociétés intensifient leurs efforts pour financer l'expansion de l'IA et, même si la demande et les bénéfices demeurent favorables, les valorisations et les flux de trésorerie disponibles sont tendus.

Cela ne signifie pas que les occasions de rendements futurs robustes ont disparu; toutefois, la marge d'erreur s'est resserrée. Lorsque les attentes sont élevées, même un changement modeste des hypothèses peut avoir une incidence importante sur les rendements.

Figure 3 : À mesure que la croissance de l'IA absorbera les flux de trésorerie disponibles, ces dépenses se traduiront-elles par des rendements durables?

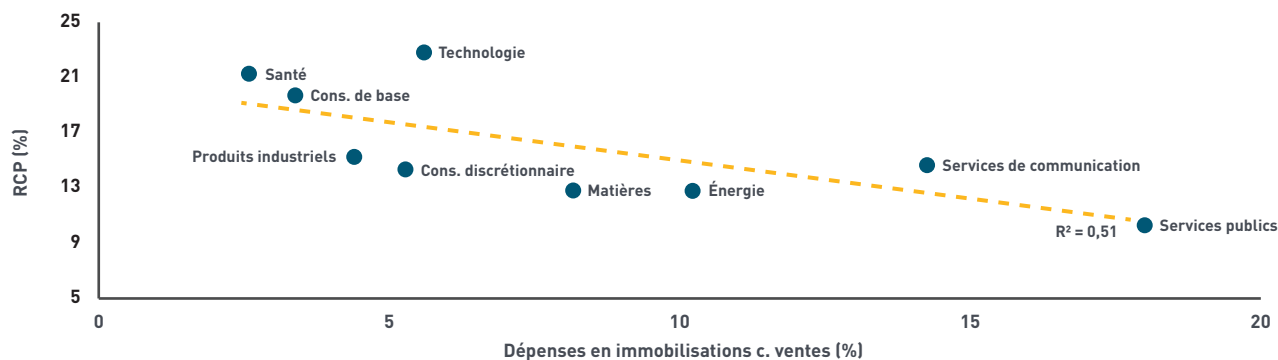


Sources : À gauche : FactSet. Données mensuelles du 31 décembre 2018 au 30 juin 2026. Les flux de trésorerie disponibles concernent les 12 prochains mois. Grands fournisseurs de services infonuagiques à très grande échelle = Oracle, Amazon, Meta, Microsoft et Alphabet. À droite : FactSet. Données trimestrielles du 31 décembre 2012 au 31 mars 2026 (données les plus récentes disponibles). Les dépenses en immobilisations et les flux de trésorerie d'exploitation concernent les 12 derniers mois. Grands fournisseurs de services infonuagiques à très grande échelle = Oracle, Amazon, Meta, Microsoft et Alphabet. Les renseignements ci-dessus de même que les sociétés ou les titres mentionnés ne doivent pas être considérés comme des conseils en placement, des recommandations d'achat ou de vente d'un titre ou une indication des opérations prévues à l'égard de tout produit de placement de MFS.

Au-delà des dépenses en immobilisations, l'IA transformera les secteurs, redirigera les sources de bénéfices et remettra en question les modèles d'affaires. Certaines sociétés utiliseront l'IA pour améliorer la productivité, approfondir les relations avec les clients et protéger les marges. D'autres pourraient se retrouver écartés du processus à mesure que les logiciels automatisent le travail, la distribution ou l'expertise. La question n'est pas seulement de savoir qui est exposé à l'IA, mais qui peut la mettre en œuvre efficacement et maintenir l'amélioration des marges.

L'intensité capitalistique influe sur les rendements. La croissance exige maintenant plus d'investissements, ce qui présente un risque d'exécution, de financement, de réglementation et de surcapacité. La question est de savoir qui peut croître et qui peut le faire de façon rentable.

Figure 4 : Les dépenses en immobilisations plus élevées ont généralement entraîné des rendements plus faibles. Les investissements massifs ont souvent entraîné une hausse des coûts permettant de demeurer concurrentiels, sans pour autant améliorer le rendement pour les actionnaires.



Sources : FactSet Market Aggregates. Moyenne du RCP et des dépenses en immobilisations par rapport aux ventes des sociétés des secteurs composant l'indice MSCI Monde du 31 janvier 2007 au 30 juin 2026 (à l'exception des services financiers et de l'immobilier).

La même logique s'applique au-delà de l'IA. L'autonomie stratégique, la relocalisation, la défense, l'électrification, les investissements dans les réseaux et la résilience de la chaîne d'approvisionnement ne sont pas seulement des thèmes de croissance – ce sont des demandes de capitaux. Ces initiatives attireront également des capitaux et exposeront des modèles plus faibles, ce qui peut créer des occasions durables pour les gestionnaires actifs.

La gestion passive ne repose pas sur une vision rétrospective, mais elle demeure ancrée dans les positions établies.

La gestion passive n'est pas seulement rétrospective. Les prix sont prospectifs, mais les pondérations de l'indice de référence sont historiques. La pondération d'une société dans l'indice reflète à la fois les attentes actuelles et les résultats antérieurs, le rendement du cours de l'action et l'enthousiasme des investisseurs.

La gestion passive donne généralement de bons résultats lorsque le consensus est globalement juste et que l'avenir ressemble au passé récent. Elle convient moins aux contextes où les occasions et le coût du capital changent et où les gagnants de demain diffèrent de ceux d'hier. La gestion passive saisit efficacement le consensus, mais ne le remet pas en question.

Les investisseurs passifs n'ont pas besoin de croire que les leaders actuels du marché sont surévalués pour constater que la pondération dans un indice de référence repose sur une hypothèse implicite selon laquelle la concentration actuelle des bénéfices perdurera suffisamment longtemps.

Le rôle de la gestion active

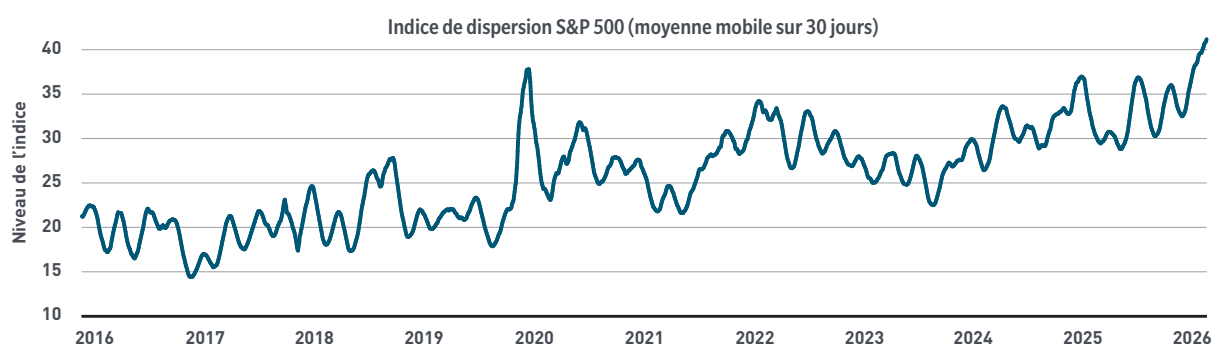
Tout argument crédible en faveur de la gestion active doit tenir compte de l'histoire récente : de nombreux gestionnaires actifs n'ont pas produit de rendements excédentaires constants et les investisseurs ont été bien servis par une exposition à l'indice de référence à faible coût. Dans certains cas, les gestionnaires actifs ont été trop prudents à l'égard des sociétés à forte croissance, trop tributaires du retour à la moyenne ou insuffisamment différenciées après déduction des frais. La conclusion qui s'impose est qu'il faut rehausser les critères de la gestion active. Elle doit être sélective, différenciée et rigoureuse, et offrir une valeur réelle en regard des frais facturés.

Les arguments en faveur de la gestion active ne doivent donc pas reposer sur le rejet de la gestion passive, mais sur la question de savoir où les attentes peuvent être erronées et où les flux de trésorerie futurs pourraient être mal évalués. Un argument de poids en faveur de la gestion active tient au fait que les attentes ne sont pas des certitudes, mais des hypothèses influencées par les fondamentaux, les projections linéaires, les effets de mimétisme et les expériences récentes.

L'alpha exige à la fois une vision différenciée et un ensemble d'occasions dans lesquelles cette vision peut être récompensée. Pendant la plus grande partie de la dernière décennie, les occasions ont été limitées par la faible dispersion, les chefs de file dominants de l'indice de référence et les conditions macroéconomiques qui ont stimulé de nombreuses entreprises ensemble. Si la dispersion augmente à mesure que les cycles de capital changent, la portée de la prise de décisions actives pourrait augmenter.

Pour MFS, la gestion active consiste moins à prédire les résultats macroéconomiques qu'à évaluer les paramètres économiques des entreprises : occasions de réinvestissement, pouvoir de fixation des prix, rigueur en matière de capital et durabilité des flux de trésorerie. Ces facteurs seront plus importants à mesure que le nouveau cycle de capital se déroulera, et les sociétés devront investir massivement à mesure que le coût du capital augmentera et que les politiques deviendront plus incertaines. Nous estimons qu'à mesure que la faible répartition du capital devient plus difficile à dissimuler, les sociétés qui confondent croissance et création de valeur pourraient décevoir, tandis que celles qui présentent des avantages durables, un réinvestissement rigoureux et une production de liquidités résilientes pourront se démarquer.

Figure 5 : Lorsque les résultats des entreprises sont divergents et que les actions évoluent moins au même rythme, les fondamentaux prennent davantage d'importance, et la sélectivité offre plus de possibilités de créer de la valeur.



Source : Bloomberg. Données quotidiennes du 30 juin 2016 au 30 juin 2026. L'indice de dispersion S&P 500 (DSPXSM) mesure la dispersion prévue de l'indice S&P 500[®] au cours des 30 prochains jours civils, calculée à partir des cours des options de l'indice S&P 500 et des cours des options sur actions individuelles de certains composants de l'indice S&P 500, à l'aide d'une version modifiée de la méthodologie VIX[®].

À notre avis, l'exposition passive au marché a toujours sa place, mais il est important de reconnaître que « passif » ne signifie pas « neutre ». Un indice de référence privilégie la taille, le succès passé, le consensus actuel et les secteurs qui ont déjà attiré des capitaux. Ces biais peuvent être justifiés, mais il s'agit tout de même d'hypothèses sur le leadership en matière de bénéfices, et non de faits. La gestion active permet d'analyser ces biais et de déterminer dans quels cas ils sont justifiés, excessifs ou ne tiennent pas compte de l'évolution de la situation.

Conclusion : De la détention à la sélectivité

La dernière décennie a récompensé la détention. La baisse des taux, l'abondance des liquidités, les modèles d'affaires peu axés sur les actifs et les plateformes dominantes ont stimulé les rendements d'un large éventail de sociétés et rendu difficile de surpasser l'indice de référence. Toutefois, le prochain cycle de capital pourrait être moins conciliant. La hausse des coûts, l'intensification de la concurrence, les exigences accrues en matière de capital et l'évolution des structures sectorielles devraient creuser l'écart entre les gagnants et les perdants.

Cela ne rend pas mauvais les placements passifs et ne facilite pas la gestion active. Les deux styles de placement ont leurs particularités et leurs risques, mais si le prochain cycle récompense d'autres modèles économiques, d'autres structures de capital et d'autres sources de croissance des flux de trésorerie, la simple détention généralisée de titres pourrait devenir moins avantageuse et plus risquée. L'occasion est de déterminer où les attentes sont trop élevées, où le capital est mal réparti et où la création de valeur durable est sous-estimée. Il ne s'agit pas simplement de passer de la gestion passive à la gestion active; il s'agit de passer de la détention à la sélectivité. Dans un cycle marqué par une plus grande dispersion des résultats, nous croyons que les gagnantes seront les entreprises dont les flux de trésorerie futurs peuvent encore surpasser les anticipations du marché.

« Standard & Poor's® » et « S&P® » sont des marques déposées de Standard & Poor's Financial Services LLC (« S&P ») et Dow Jones est une marque déposée de Dow Jones Trademark Holdings LLC (« Dow Jones »). Les marques déposées ont été accordées sous licence aux fins d'utilisation par S&P Dow Jones Indices LLC et ont fait l'objet d'une sous-licence à certaines fins en faveur de MFS. L'indice S&P 500® est un produit de S&P Dow Jones Indices LLC utilisé sous licence par MFS. S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones, S&P et leurs sociétés affiliées respectives ne parrainent pas les produits de MFS, pas plus qu'elles ne les appuient, n'en vendent les parts ou n'en font la promotion. Elles ne font en outre aucune déclaration quant à l'opportunité d'effectuer un placement dans ces produits.

Source des données de l'indice : MSCI. MSCI ne donne aucune garantie ni ne fait aucune déclaration, explicite ou implicite, et ne peut être tenue responsable quant aux données présentées dans le présent document. Il est interdit de diffuser les données de MSCI ou de les utiliser comme base pour d'autres indices, valeurs mobilières ou produits financiers. MSCI n'a pas approuvé, revu ou produit le présent document.

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 »). BARCLAYS^{MD} est une marque de commerce et de service de Barclays Bank Plc (collectivement avec ses sociétés affiliées, « Barclays »), utilisée sous licence. Bloomberg ou les concédants de licence de Bloomberg, y compris Barclays, détiennent tous les droits patrimoniaux des indices Bloomberg Barclays. Ni Bloomberg ni Barclays 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 stratégies et analyses 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 prévisions ne sont pas garanties.

Aucun style de placement ne garantit un gain ou une protection contre les pertes. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur.

N'oubliez pas que tous les placements, y compris les fonds communs de placement, comportent certains risques, et notamment la possibilité de perdre le capital investi.

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); **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 »), entreprise 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 société 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) N° 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*. **Pour les lecteurs en Arabie Saoudite, au Koweït, à Oman et aux Émirats arabes unis (à l'exclusion du centre financier international de Dubaï et du centre financier international d'Abou Dhabi)**. **Au Qatar, réservé aux investisseurs avertis et aux particuliers fortunés. À Bahreïn, pour les investisseurs institutionnels seulement** : Les renseignements contenus dans le présent document sont strictement destinés aux investisseurs professionnels. Les renseignements contenus dans le présent document ne constituent pas et ne doivent pas être interprétés comme une offre, une invitation ou une proposition de faire une offre ou une recommandation de demander un produit, un service ou une stratégie de nature financière, ou un avis ou des conseils à cet égard. Même si nous avons pris grand soin de nous assurer que les renseignements contenus dans le présent document sont exacts, aucune responsabilité ne peut être assumée à l'égard de toute erreur ou omission ou de toute mesure prise sur la foi de ces renseignements. Vous ne pouvez reproduire, diffuser et utiliser le présent document (ou une partie de celui-ci) qu'avec le consentement de MFS International U.K. Ltd (« MIL UK »). Les renseignements contenus dans le présent document ne servent qu'à des fins d'information. Ils ne sont pas destinés au public et ne doivent pas être diffusés au public ni utilisés par celui-ci. Les renseignements contenus dans le présent document peuvent contenir des énoncés qui ne sont pas de nature purement historique, mais qui sont des énoncés prospectifs. Ceux-ci comprennent, entre autres, des projections, des prévisions ou des estimations de revenu. Ces énoncés prospectifs sont fondés sur des hypothèses, dont certaines sont décrites dans d'autres documents pertinents. Si vous ne comprenez pas le contenu du présent document, vous devriez consulter un conseiller financier autorisé. Veuillez noter que tous les documents envoyés par l'émetteur (MIL UK) ont été envoyés par voie électronique à partir de l'étranger. **Afrique du Sud** – Le présent document et les renseignements qu'il contient ne constituent pas 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 au public en Afrique du Sud. Massachusetts Financial Services, Inc.*