

## Macro/Micro

### Un cadre pour une gestion rigoureuse du risque

#### Auteurs



**Josh Marston**

Responsable de la gestion de portefeuilles multisectoriels pour l'Amérique du Nord et gestionnaire de portefeuille de titres à revenu fixe



**Rob Hall**

Gestionnaire de portefeuille Institutionnel titres à revenu fixe

#### En bref

- Nous estimons qu'une intégration efficace des perspectives macroéconomiques descendantes et microéconomiques ascendantes sur l'économie est essentielle pour élaborer une thèse de marché qui guide l'allocation des capitaux.
- Une perspective macroéconomique fournit un cadre permettant de comprendre le fonctionnement général des marchés financiers mondiaux, qui sont influencés par les politiques, les événements mondiaux et les données démographiques. Les données macroéconomiques sont toutefois rétrospectives et susceptibles d'être révisées, ce qui rend difficile l'identification et la prévision de l'impact des changements structurels de l'économie ou des tournants du cycle de croissance.
- Une perspective microéconomique, ou au niveau des entreprises, fournit des informations en temps réel qui peuvent être utiles pour identifier rapidement les points d'inflexion du marché et pour évaluer les impacts des changements structurels de l'économie au fur et à mesure qu'ils se produisent.
- La dissonance entre les points de vue descendants et ascendants peut signaler des points d'inflexion cycliques ou structurels de l'économie, ainsi que des opportunités d'investissement exploitables associées.
- Nous avons mis en place un cadre reproductible permettant d'exploiter à la fois les perspectives macroéconomiques descendantes et les perspectives microéconomiques ascendantes issues de l'ensemble de notre plateforme de recherche, afin de soutenir l'élaboration d'une thèse de marché plus complète et nuancée pour guider le processus de budgétisation des risques.

#### Introduction

Nous estimons que les analyses fondamentales de la situation économique issues de l'intégration d'informations ascendantes et descendantes sont mieux adaptées aux changements cycliques et structurels en temps réel que les analyses fondamentales reposant uniquement sur des données macroéconomiques interprétées à l'aide des outils d'un économiste. Le principal avantage de l'interprétation et de la compilation systématique des conclusions des analystes issues de leurs interactions avec les équipes de direction des entreprises réside dans l'accent mis sur des indications en temps réel et prospectives, qui peuvent constituer un complément utile aux publications de données rétrospectives qui ont tendance à dominer la perception qu'a le marché de la réalité économique. Aux moments critiques de l'économie, la synthèse des perspectives descendantes et ascendantes peut étayer une vision macroéconomique différenciée, capable de donner au gestionnaire de portefeuille la confiance nécessaire pour adopter une position à contre-courant en matière de prise de risque.

## Les analyses fondamentales contribuent de manière décisive à la définition du budget de risque

Pour un gestionnaire actif comme MFS, l'établissement et le calibrage d'un budget de risque qui guide le niveau global de risque du portefeuille actif constituent le point de départ essentiel du processus d'investissement. Les budgets de risque des portefeuilles reposent sur nos anticipations concernant l'interaction entre trois facteurs clés des marchés obligataires : les fondamentaux, les aspects techniques de l'offre et de la demande, et les valorisations. Nous cherchons à élaborer une thèse de marché qui tienne compte des perspectives prospectives sur les fondamentaux en conjonction avec des scénarios techniques et qui évalue les résultats en termes de rendements excédentaires potentiels impliqués par les valorisations de départ. L'évaluation des résultats possibles nous aide à cibler un niveau global souhaité de risque de crédit et de taux d'intérêt pour un portefeuille, que nous affinons ensuite de manière itérative pour aboutir à des décisions spécifiques d'allocation d'actifs et de positionnement. Ce livre blanc se concentre sur notre processus d'évaluation des perspectives fondamentales en intégrant un cadre macroéconomique descendant (top-down) à une perspective ascendante (bottom-up) au niveau des entreprises :

- **Approche descendante :** Nous examinons la croissance réelle, l'inflation, les politiques monétaire et budgétaire, les tendances séculaires et les risques extrêmes afin de comprendre le contexte macroéconomique et de marché, ainsi que son évolution probable au fil du temps.
- **Approche ascendante :** En nous appuyant principalement sur les retours d'information en temps réel et prospectifs fournis par les équipes de direction des entreprises, nous évaluons les tendances actuelles et futures du marché du travail, des dépenses d'investissement, de la croissance des revenus et des marges bénéficiaires. Une vue d'ensemble de ces quatre dimensions de la santé des entreprises, tous secteurs confondus, peut fournir des indications sur l'état de l'économie et son évolution probable.

## Comparaison des points de vue descendant et ascendant sur les principes fondamentaux

Les données descendantes constituent un élément important de la boîte à outils traditionnelle des investisseurs pour interpréter le cycle économique. La plupart de ces données sont récurrentes et peuvent être observées au cours de plusieurs cycles, ce qui permet aux investisseurs d'identifier des schémas et des signaux susceptibles de présager des développements futurs, tels qu'une récession. L'hypothèse sous-jacente à ce type d'analyse est que le passé est un prologue, et c'est souvent le cas.

Les « données concrètes » qui décrivent ce qui s'est passé dans le passé intègrent souvent des ajustements saisonniers qui supposent la poursuite des tendances passées, et elles font donc fréquemment l'objet de révisions importantes. Les données concrètes sont complétées par des « données subjectives », ou données d'enquête, qui sont fondées sur des opinions et peuvent potentiellement être fortement influencées par le sentiment dominant du marché. Si les données d'enquête présentent souvent une bonne corrélation avec l'activité économique réelle sur le long terme, elles peuvent afficher des écarts significatifs à court terme.

Une limite majeure des données descendantes réside dans le fait que leur nature datée et intrinsèquement rétrospective signifie qu'elles peuvent passer à côté de points d'inflexion clés d'un cycle économique. Les deux dernières décennies regorgent d'exemples d'économies ne suivant pas les schémas traditionnels, en partie en raison de l'introduction de divers éléments sans précédent dans le mix macroéconomique, notamment des initiatives politiques telles que l'assouplissement et le resserrement quantitatifs ainsi que des mesures de relance budgétaire exceptionnellement généreuses, et en partie en raison de changements structurels sur le marché du travail et chez les consommateurs qui ont modifié la fonction de réaction de l'économie aux initiatives politiques.

Les signaux ascendants apportent un atout complémentaire essentiel : le facteur temps. Les messages des directions d'entreprise se concentrent sur les conditions actuelles et les anticipations pour l'avenir et pallient ainsi la principale limite d'une grande partie des données descendantes. À ce titre, la perspective ascendante peut s'avérer particulièrement utile pour valider si une économie s'améliore avant que les données ne le reflètent ou pour comprendre comment l'économie réagit aux changements structurels. Les microsignaux qui semblent en contradiction avec le discours descendant remettent en cause les interprétations macroéconomiques conventionnelles et encouragent une analyse plus approfondie. Cependant, tout comme les points de vue descendants reflètent des biais inhérents, il en va de même pour les points de vue ascendants. Ce que les équipes de direction des entreprises expriment en public peut être influencé par diverses motivations susceptibles de fausser le discours (p. ex., « parler pour défendre ses propres intérêts », la politique, etc.), et il est essentiel de reconnaître ces biais pour interpréter correctement le message.

### Conceptualisation d'un forum macro/micro

Nous avons officiellement mis en place notre Forum macro/micro en 2017 afin de faciliter l'intégration des points de vue descendants et ascendants sur les fondamentaux macroéconomiques, en tant que contribution au processus de budgétisation des risques. Ce faisant, nous cherchions à atteindre plusieurs objectifs visant à prendre des décisions de budgétisation des risques mieux informées :

- Mettre en place un processus plus systématique et structuré pour recueillir les observations de nos analystes de crédit dans tous les secteurs et toutes les entreprises;
- Synthétiser une vision des fondamentaux en intégrant les points de vue macro et micro; et
- Améliorer notre capacité à tester nos thèses macroéconomiques et de marché dans un contexte économique en constante évolution.

Ce processus a été conçu comme une variante de l'idée de la « bataille des groupes » : les principaux interprètes du message descendant au sein de notre société (l'économiste en chef et le stratège en chef des investissements) sont confrontés chaque trimestre aux analystes de crédit nord-américains spécialisés dans les titres de premier ordre et à haut rendement, qui présentent des éléments venant soit étayer, soit contester le message descendant sur l'économie.

### Mécanismes macro/micro

Avant la réunion trimestrielle officielle du Forum macro/micro, tous les participants sont invités à noter les industries et secteurs qu'ils couvrent selon quatre thèmes clés : main-d'œuvre, dépenses d'investissement, croissance du chiffre d'affaires et marges bénéficiaires. Tous les participants indiquent si chaque dimension connaît une dynamique positive ou négative, ou si elle reste inchangée à un niveau pouvant être considéré comme « normalisé » (c.-à-d., moyen ou sur l'ensemble du cycle). Une note de « 1 » indique un comportement supérieur à la tendance, un « 2 » un comportement normalisé et un « 3 » un comportement inférieur à la tendance.

Les notes au niveau sectoriel attribuées par les analystes des titres de catégorie investissement et à haut rendement sont agrégées en appliquant une pondération à chacune d'entre elles en fonction de la capitalisation boursière du secteur au sein des indices de catégorie investissement et à haut rendement. Les scores sectoriels représentent les moyennes pondérées par la capitalisation boursière des scores des secteurs qui les composent. Enfin, les scores agrégés reflètent les contributions pondérées par la capitalisation boursière de l'ensemble des secteurs.

Nos représentants macroéconomiques utilisent un système de notation similaire lorsqu'ils apportent leurs points de vue, ce qui permet de comparer facilement les deux séries de scores.

Le graphique ci-dessous illustre le processus de notation, en mettant en évidence les relèvements et les abaissements de notation effectués par les analystes :

1: Élan positif  
2: Neutre  
3: Élan négatif

**Résumé des notations**

Trimestre actuel : Entreprises américaines

Secteur	Main d'œuvre	Investissements	Croissance du chiffre d'affaires	Marges bénéficiaires	Moyenne
Industrie de base	2,0	2,0	2,3	2,0	2,1
Biens d'équipement	2,0	2,0	2,1	2,3	2,1
Communications	2,2	1,5	2,9	2,7	2,3
Biens de consommation cycliques	2,0	2,0	2,1	2,5	2,1
Biens de consommation non cycliques	2,0	1,7	1,7	2,3	1,9
Énergie	2,4	2,3	2,4	2,4	2,4
Technologies	2,0	1,1	2,0	2,0	1,8
Transports	1,8	2,0	1,9	2,2	2,0
Services publics	2,0	1,0	1,0	2,0	1,5
Services bancaires	3,0	2,0	1,0	1,0	2,7
Insurance	2,0	2,0	2,4	2,4	2,2
FPI		3,0	1,8	2,0	2,2
Moyenne microéconomique	2,2	1,8	1,8	2,0	2,0
Moyenne macroéconomique	2,5	2,0	2,5	2,0	2,3

**Notations des analystes**

■ Révision à la hausse ■ Révision à la baisse

Secteur	Qualité investissement				Haut rendement					
	Main d'œuvre	Investissements	Chiffre d'affaires	Marges	Moyenne	Main d'œuvre	Investissements	Chiffre d'affaires	Marges	Moyenne
Produits chimiques	2	2	3	2	2,0	2	2	2	2	2,0
Métaux et mines	2	1	3	2	2,0	2	2	2	2	2,0
Industrie de base	2,0	2,0	2,3	2,0	2,1					
Aérospatiale/défense	2	2	2	2	2,0	2	2	2	2	2,0
Matériaux de construction	2	2	2	2	2,0	2	2	3	2	2,3
Construction et fabrication	2	2	2	3	2,3	2	2	2	2	2,0
Environnement	2	2	2	1	1,2	2	2	2	2	2,0
Emballage						2	2	2	2	2,0
Biens d'équipement	2,0	2,0	2,1	2,3	2,1					
Câble et satellite	2	1	3	3	2,3	2	1	3	2	2,0
Médias	3	2	3	3	2,5	2	2	3	3	2,8
Entertainment	2	1	3	3	2,3	2	2	2	2	2,0
Sans fil	2	2	3	3	2,5	2	2	2	2	2,0
Réseaux filaires	2	2	3	3	2,5	2	2	2	2	2,0
Communications	2,2	1,5	2,9	2,7	2,3					

Source : Le tableau est fourni à titre indicatif seulement et n'est pas représentatif d'une stratégie ou d'un produit MFS.

Le dialogue au cours du Forum macro/micro commence par la présentation, par la perspective descendante, de son interprétation des tendances en matière d'emploi, de dépenses d'investissement, de croissance du chiffre d'affaires et de marges bénéficiaires. S'ensuit une discussion générale au cours de laquelle les analystes présentent leurs conclusions au niveau sectoriel concernant ces quatre thèmes.

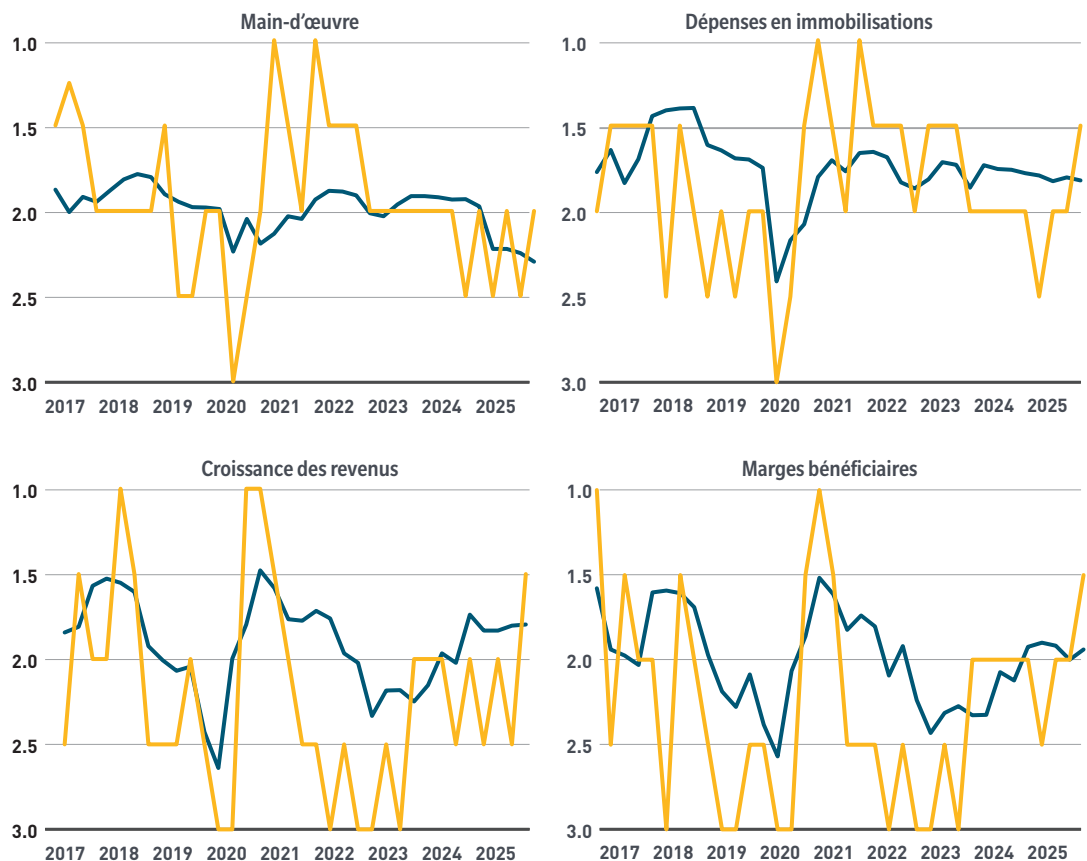
Tout au long de ce processus, le modérateur pose des questions ciblées aux analystes afin de tester les thèses de marché en temps réel; celles-ci peuvent être liées à la fois à des changements cycliques à long terme et à des changements structurels potentiellement de plus courte durée en cours dans l'économie, qui peuvent ne pas être évidents dans les données macroéconomiques et, par conséquent, passer inaperçus dans un cadre macroéconomique traditionnel.

### Étude de cas : L'intégration des perspectives ascendantes et descendantes peut conduire à une vision différenciée des fondamentaux

Le graphique ci-dessous représente une série chronologique des notes attribuées aux perspectives macro et micro et illustre l'idée que, bien que les impressions macro et micro concernant l'emploi, les dépenses d'investissement, la croissance des revenus et les marges bénéficiaires évoluent généralement dans le même sens, elles peuvent diverger périodiquement les unes des autres, et c'est effectivement le cas.

#### Séries temporelles Macro et Micro

■ Micro moyenne ■ Macro moyenne



Source : Recherche MFS. Le tableau est fourni à titre indicatif seulement et n'est pas représentatif d'une stratégie ou d'un produit MFS.

### Étude de cas : 2022 et 2023

Dans l'étude de cas suivante, l'intégration des perspectives ascendantes et descendantes sur les fondamentaux a justifié un niveau de prise de risque dans les portefeuilles qui n'aurait pas été justifié si l'on s'était appuyé uniquement sur les données macroéconomiques. Il est important de noter que, dans cet exemple, une vision différenciée des fondamentaux a conduit à des conclusions non consensuelles en faveur d'une augmentation du risque.

L'année 2022 a vu se poursuivre le fort rebond de l'activité économique post-pandémique qui avait commencé en 2021. L'inflation a surpris à la hausse, atteignant son plus haut niveau depuis 40 ans et incitant la Réserve fédérale à un resserrement agressif. Face aux craintes généralisées du marché que la Réserve fédérale américaine ne resserre trop, trop vite et ne plonge l'économie dans la récession, les taux ont fortement chuté. Au fil de l'année, les données macroéconomiques ont continué de se détériorer, renforçant le consensus du marché quant à une récession d'ici la fin de l'année. Ce sentiment négatif s'est prolongé en 2023, atteignant son paroxysme en début d'année avec une crise bancaire régionale, qui a débuté par une ruée sur la Silicon Valley Bank et l'effondrement du Credit Suisse, déjà en difficulté. La volatilité des taux a explosé et les écarts se sont fortement creusés à mesure que les craintes de récession se multipliaient.

Au milieu de cette période tumultueuse, alors qu'une cascade d'indicateurs traditionnels de récession « clignotaient au rouge », nos prévisions restaient résolument axées sur des issues plus favorables. Si nous avions prévu un ralentissement de la croissance, nous estimions qu'il serait suffisamment modéré pour continuer à soutenir le crédit. Ce point de vue à contre-courant était étayé par ce que nous observions au niveau des entreprises. Plus précisément, nous constatons des signes d'un consommateur résilient et en bonne santé qui, pour plusieurs raisons, était à la fois disposé et capable de soutenir la croissance par ses dépenses. Tout d'abord, les entretiens de nos analystes avec les entreprises suggéraient qu'une certaine « rétention de main-d'œuvre » pouvait soutenir le consommateur. Les entreprises étaient réticentes à réduire leurs effectifs en réponse au ralentissement à court terme de la conjoncture économique après avoir connu des pénuries de main-d'œuvre post-pandémie, ce qui a permis de maintenir les revenus du travail à un niveau plus durable que prévu. De plus, tant les propriétaires immobiliers que les entreprises avaient eu l'avantage de bénéficier de financements bon marché avant le début du cycle de hausse des taux de la Réserve fédérale américaine, ce qui, selon nous, atténuerait l'impact de la hausse des taux pendant un certain temps. La disponibilité de refinancements hypothécaires bon marché pendant la pandémie et les effets de « verrouillage » qui en ont découlé ont contribué à modifier la dynamique du marché immobilier, rendant le secteur du logement plus résistant à la hausse des taux. Les sociétés de crédit à la consommation se sont déclarées prêtes à prêter, ce qui a renforcé le pouvoir d'achat des consommateurs. D'autres retours d'information provenant des équipes de direction des entreprises ont laissé entrevoir une confiance dans la croissance et dans leur capacité à répercuter la hausse des coûts sur les consommateurs afin de protéger leurs marges, comme en témoignent les notes microéconomiques supérieures aux notes macroéconomiques pour la croissance du chiffre d'affaires et les marges bénéficiaires. Ainsi, les données ascendantes suggéraient une économie qui avait subi des changements structurels la rendant exceptionnellement résistante à la récession, modifiant sa fonction de réaction à la hausse des taux de telle sorte que le mécanisme de transmission de la politique monétaire s'est avéré moins efficace que par le passé.

Notre vision plus positive de l'économie, fondée sur ce que nous observions dans notre analyse microéconomique, ainsi que sur un marché du crédit offrant des écarts compatibles avec une quasi-certitude de récession, a créé une opportunité d'investissement. De plus, estimant que la Réserve fédérale américaine approchait de la fin de son cycle de hausse des taux et constatant des signes de stabilisation des taux d'intérêt à des niveaux offrant les rendements obligataires globaux les plus élevés depuis une décennie, nous avons jugé que le contexte technique pour les titres à revenu fixe était sur le point de passer d'un état résolument négatif à un état plus positif. Forts de cette thèse, nous avons commencé à renforcer de manière sélective notre exposition aux obligations d'entreprises de haute qualité et à haut rendement au second semestre 2022, puis à nouveau, de manière plus significative, début 2023, dans un contexte de nervosité des marchés provoquée par la crise bancaire. Sans surprise, les ajouts au portefeuille comprenaient des sociétés de crédit à la consommation et d'autres valeurs financières que le marché avait « mises dans le même panier ».

D'ici la fin de 2023 et jusqu'au début de 2024, les écarts de crédit se sont considérablement resserrés, passant de niveaux compatibles avec une récession à des plus bas sur plusieurs décennies, tels qu'on les avait vus pour la dernière fois avant la crise financière mondiale, ce qui a entraîné une appréciation significative du capital et la génération d'alpha.

Lorsqu'il y a divergence entre les signaux microéconomiques et macroéconomiques, les signaux microéconomiques ne précèdent pas toujours les données macroéconomiques. Lors de la crise financière mondiale, par exemple, l'effondrement du marché immobilier était déjà bien ancré et se propageait de manière agressive à travers le système financier avant que les entreprises ne prennent pleinement conscience de l'impact que la crise était susceptible d'avoir sur leurs perspectives commerciales. De même, au début de la pandémie de COVID, ce sont les politiques monétaire et budgétaire qui ont fourni les orientations les plus importantes pour l'investissement, et non l'approche ascendante. Ces exemples soulignent l'importance de prendre en compte à la fois les perspectives descendantes et ascendantes.

## Conclusion

Nous avons mis en place le Forum Macro/Micro dans le cadre de notre processus de budgétisation des risques, dans le but de créer une approche systématique et reproductible pour collecter des signaux ascendants qui, associés à des analyses descendantes, pourraient nous aider à anticiper les tournants de l'économie. Le plus souvent, les deux parties du débat s'accordent globalement, avec des différences subtiles et nuancées. Dans de tels cas, il en résulte un niveau de conviction plus élevé.

En période de changement économique, cependant, les divergences entre les points de vue peuvent nous alerter sur ces changements, influençant ainsi notre réflexion sur la prise de risque. Comme indiqué dans l'étude de cas 2022-2023, les données ascendantes nous ont aidées à conclure que l'économie était en meilleure santé que ne le laissaient supposer les écarts de crédit en phase de récession. Ces connaissances fondamentales, associées à une perspective d'amélioration des conditions techniques du marché et à des valorisations attractives, nous ont permis de prendre des décisions d'investissement plus éclairées en nous exposant à des risques sous-évalués. ▲

Les opinions exprimées sont celles de l'auteur (ou des auteurs) et peuvent être modifiées à tout moment. Ces opinions sont fournies à titre indicatif uniquement et ne doivent pas être considérées comme une recommandation d'achat de titres, une sollicitation ou un conseil en placement. Les prévisions ne sont pas garanties. Le rendement passé n'est pas garant des résultats futurs.

La diversification ne garantit pas un gain ni ne protège contre une perte. Le rendement passé n'est pas garant des résultats futurs.

### DIVULGATION MONDIALE

Sauf indication contraire, les logos et les noms de produits et de services sont des marques de commerce de MFS<sup>MD</sup> et de ses sociétés affiliées et peuvent être enregistrés dans certains pays.

Distribué par :

**É.-U.** – 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 aux lecteurs du R.-U. et de Suisse** : Émis au Royaume-Uni et en Suisse par MFS International (U.K.) Limited (« MIL UK »), une société privée à responsabilité limitée enregistrée en Angleterre et au Pays de Galles sous le numéro d'entreprise 03062718, et autorisée et réglementée dans la conduite des activités d'investissement par la Financial Conduct Authority du Royaume-Uni. MIL UK, filiale indirecte de MFS<sup>MD</sup>, a son siège social à One Carter Lane, Londres, EC4V 5ER ; **Note aux lecteurs européens (excluant ceux du Royaume-Uni et de la Suisse)** : Émis en Europe par MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux) – autorisé en vertu de la loi du Luxembourg en tant que société de gestion des Fonds domiciliés au Luxembourg qui fournissent des produits et des services d'investissement aux investisseurs institutionnels et dont le siège social est situé au MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. 4 Rue Albert Borschette, Luxembourg L-1246. Tél. : 352 2826 12800. Le présent document ne doit être diffusé ou distribué à aucune personne autre que des investisseurs professionnels (conformément à la réglementation locale) et ne doit pas être utilisé ou distribué à des personnes lorsque cela est contraire 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 un numéro de licence australienne de services financiers 485343. MFS Australia est réglementée par l'Australian Securities and Investments Commission. ; **Hong Kong** – MFS International (Hong Kong) Limited (« MIL HK »), une société privée limitée autorisée et réglementée par la Hong Kong Securities and Futures Commission (la « SFC »). MIL HK est autorisée à exercer des activités réglementées de courtage en valeurs mobilières et de gestion d'actifs et peut offrir certains services de placement à des « investisseurs professionnels », comme définis dans la Securities and Futures Ordinance (« SFO ») ; **Pour les investisseurs professionnels en Chine** – MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd., 2801-12, 28e étage, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, Chine, une société à responsabilité limitée chinoise enregistrée pour offrir des services de consultation en gestion financière ; **Japon** – MFS Investment Management K.K. est enregistrée en tant qu'exploitant d'instruments financiers auprès du Kanto Local Finance Bureau (FIBO) No. 312, et est membre de la Investment Trust Association, Japan ainsi que de la Japan Investment Advisers Association. Étant donné que les frais de gestion à la charge des investisseurs varient en fonction de circonstances comme les produits, les services, la période de placement et les conditions du marché, le montant total et les méthodes de calcul ne peuvent être divulgués à l'avance. Tous les placements comportent des risques, y compris les fluctuations du marché, et les investisseurs peuvent perdre le capital investi. Les investisseurs doivent obtenir et lire attentivement le prospectus et/ou le document énoncé à l'article 37-3 de la Loi sur les instruments financiers et les opérations de bourse avant d'effectuer tout placement. **Pour les lecteurs en Arabie saoudite, au Koweït, à Oman et aux ÉAU (à l'exception des lecteurs des zones DIFC et ADGM). Au Qatar, uniquement pour les investisseurs avertis et les personnes très fortunées. À Bahreïn, pour les institutions de haut niveau uniquement** : Les renseignements contenus dans le présent document sont destinés strictement 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 d'offre, une recommandation de souscription ou un avis ou une recommandation concernant un produit, un service et/ou une stratégie financiers. Bien que tout ait été mis en œuvre pour garantir l'exactitude des renseignements contenus dans ce document, nous déclinons toute responsabilité en cas d'erreurs, d'omissions ou d'inexactitudes, ou pour toute action entreprise sur la base de ces renseignements. La reproduction, la diffusion et l'utilisation de ce document (ou d'une partie de celui-ci) ne sont autorisées qu'avec le consentement de MFS International U.K. Ltd (« MIL UK »). Les renseignements contenus dans le présent document sont fournis à titre informatif seulement. Il n'est pas destiné au grand public et ne doit pas lui être distribué ni être utilisé par celui-ci. Les renseignements contenus dans le présent document peuvent contenir des déclarations qui ne sont pas purement historiques, mais qui constituent des « déclarations prospectives ». Il s'agit notamment de projections, de prévisions ou d'estimations de revenus. Ces déclarations prospectives reposent sur certaines hypothèses, dont certaines sont décrites dans d'autres documents ou supports pertinents. Si vous ne comprenez pas le contenu de ce document, nous recommandons de consulter un conseiller financier agréé. Veuillez noter que tous les documents envoyés par l'émetteur (MIL UK) l'ont été par voie électronique depuis l'étranger. **Afrique du Sud** – Le présent document, ainsi que les renseignements qu'il contient, n'a pas pour objet et ne constitue pas une offre publique de valeurs mobilières en Afrique du Sud et ne doit donc pas être interprété comme tel. Le présent document n'est pas destiné à être distribué 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 pour la vente publique en Afrique du Sud. Massachusetts Financial Services, Inc.®