

Du décalage cyclique à l'opportunité structurelle : la voie vers la qualité

JANVIER 2026

AUTEUR



Ross Cartwright
Stratège en chef,
groupe Stratégie
et perspectives

En bref :

- Les arguments à long terme en faveur de la qualité restent intacts : **une allocation rigoureuse du capital, une capacité bénéficiaire résiliente et la solidité du bilan continuent de soutenir une croissance supérieure.**
- **La rentabilité est nécessaire, mais pas suffisante** : la rentabilité peut être faussée par l'effet de levier et la comptabilité; la qualité diversifiée doit également refléter la résilience du bilan et la durabilité des bénéfices.
- **Les conditions favorables à une qualité diversifiée réapparaissent** : les primes de valorisation ont été corrigées, la croissance des bénéfices devrait s'améliorer et les valeurs défensives se stabilisent, alors même que le consensus s'élargit.

Résumé

L'investissement de qualité repose sur un principe simple, mais durable : les entreprises qui affichent des bénéfices résilients, une allocation rigoureuse du capital et des bilans solides ont tendance à créer de la valeur de manière plus constante au fil du temps. Ces dernières années, cependant, ont été difficiles pour la qualité comme style de placement. Le leadership du marché a été dominé par des segments à bêta plus élevé, plus cycliques et souvent de moindre qualité, sous l'effet de la baisse des taux, de la compression des écarts créditeurs et d'un appétit pour le risque accru. Cette dynamique a pesé sur les expositions à la qualité diversifiée, même si les fondamentaux sous-jacents des entreprises de haute qualité sont restés intacts.

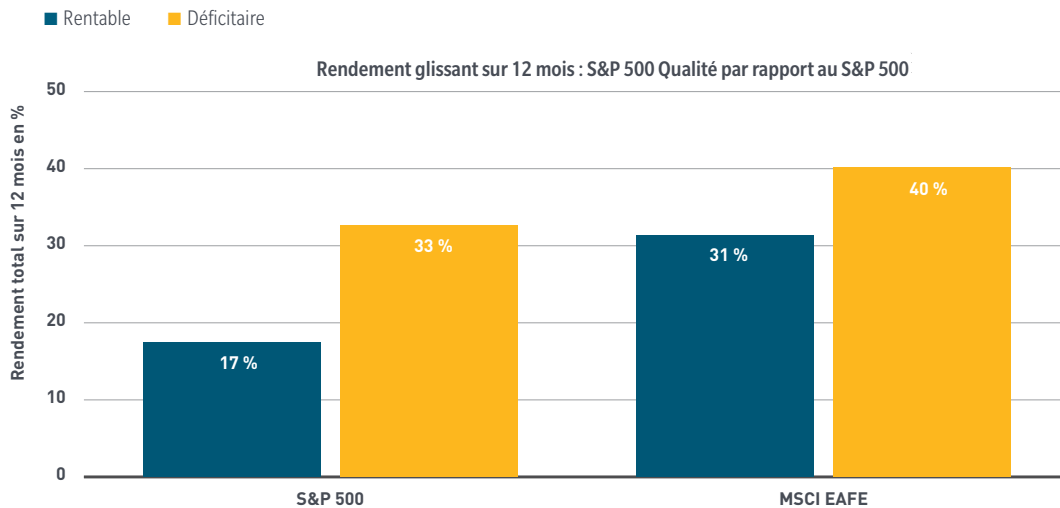
Pour ce facteur, la rentabilité a continué à apporter un soutien sur des horizons plus longs, mais les indicateurs de stabilité des bénéfices et de bilan ont été irréguliers, et même la rentabilité, qui est normalement un facteur fiable, a brièvement pesé sur les résultats en 2025, soulignant ainsi pourquoi une définition multidimensionnelle de la qualité reste essentielle. Les indicateurs de rentabilité ne suffisent pas à eux seuls : l'effet de levier, les effets comptables et les choix de structure du capital peuvent les fausser, rendant indispensables des indicateurs complémentaires pour déterminer quelles sont les franchises véritablement durables.

À l'avenir, plusieurs conditions qui ont historiquement favorisé la qualité refont surface. Les primes de valorisation sont revenues à des niveaux plus raisonnables, la participation aux bénéfices devrait s'élargir et les fondamentaux défensifs se stabilisent. Ces changements indiquent un environnement plus équilibré, où les attributs qui définissent la qualité sont mieux reconnus et où la durabilité, la résilience et l'allocation disciplinée du capital sont à nouveau susceptibles d'influencer les rendements.

Rendement récent et contexte des facteurs

La qualité a sous-performé le marché dans son ensemble en 2025; les cohortes de moindre qualité ont surperformé, et les expositions européennes « de qualité » ont connu leur pire année jamais enregistrée¹. Une caractéristique notable de cette période a été la surperformance des entreprises déficitaires par rapport aux entreprises rentables, reflétant un régime dans lequel la liquidité et le sentiment ont temporairement dominé les fondamentaux. Le mécanisme est simple : lorsque les conditions politiques et de crédit compriment les primes de risque, le marché valorise davantage le potentiel de bénéfices et la volatilité en début de cycle que la durabilité et la solidité du bilan. À mesure que ces asymétries s'estompent et que l'étendue des bénéfices se normalise, la dispersion fondamentale tend à se réaffirmer (figures 1 et 2).

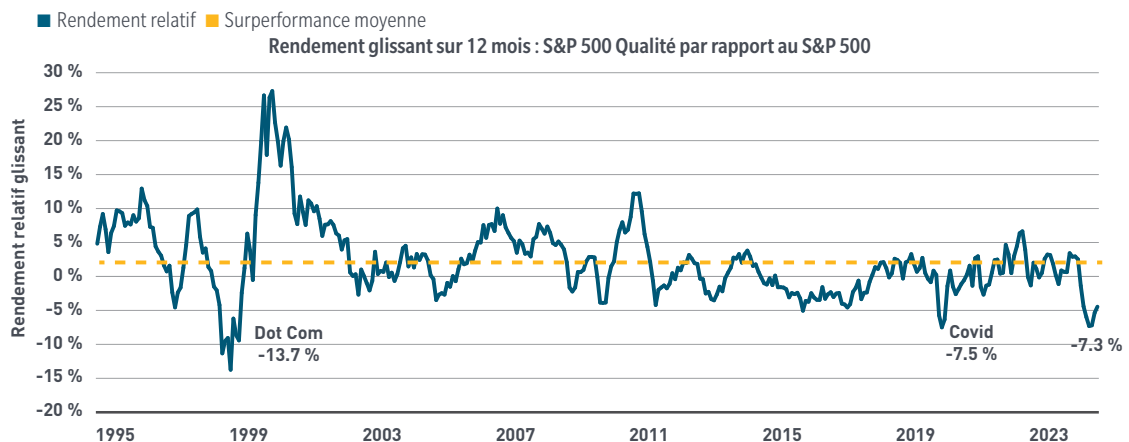
Figure 1 : Les entreprises déficitaires ont surpassé les entreprises rentables



Source : Analyse de portefeuille FactSet. Données au 31 décembre 2024 au 31 décembre 2025. Rentable = BPA des 12 derniers mois > 0 et déficitaire = BPA des 12 derniers mois < 0. Les compartiments sont pondérés de manière égale au 31 décembre 2024.

Le contexte à long terme reste favorable : aux États-Unis, la qualité a généré un rendement annuel composé supérieur d'environ 2,4 % à celui du marché depuis 1995. La sous-performance récente reflète les creux cycliques précédents, au cours desquels les fondamentaux ont temporairement été relégués au second plan au profit de la liquidité et de l'appétit pour le risque.

Figure 2 : Un creux cyclique pour le rendement sur 12 mois des titres de qualité par rapport à l'indice S&P 500?



Source : Agrégats de marché FactSet. Données mensuelles du 31 décembre 1994 au 31 décembre 2025.

Décomposer le facteur qualité : Ce qui a réellement provoqué les vents contraires

La qualité est un facteur multidimensionnel, généralement défini sur trois ancrages structurels :

1. **Rentabilité** (p. ex., rendement des capitaux propres/RCI, marges, rendement du capital)
2. **Faible effet de levier** (solidité du bilan et financement prudent)
3. **Stabilité des bénéfices** (durabilité et prévisibilité des bénéfices et des flux de trésorerie)

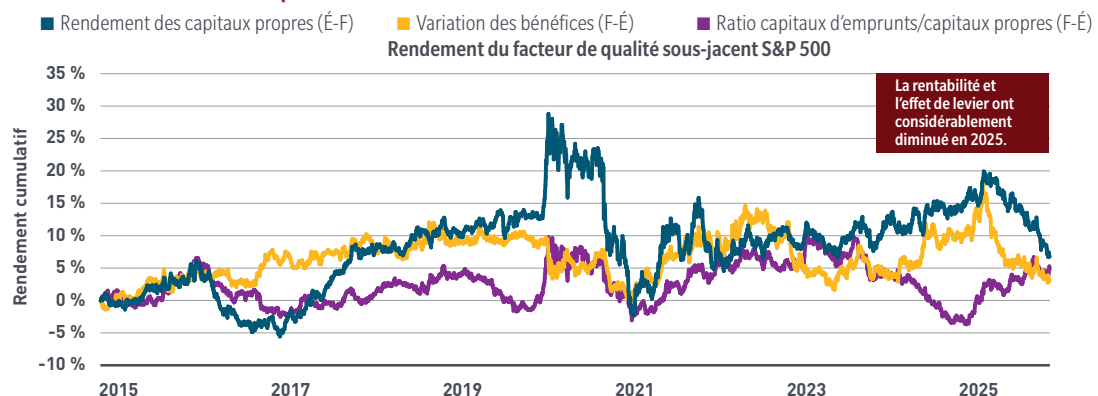
Au fil du temps, ces caractéristiques ont permis de sélectionner des entreprises bénéficiant d'un positionnement concurrentiel supérieur, d'une allocation rigoureuse du capital et d'une capacité bénéficiaire résiliente. Cependant, ces piliers ne progressent pas toujours au même rythme, et ces dernières années ont mis en évidence cette divergence.

Rentabilité : La rentabilité a toujours été, historiquement, le signal de qualité le plus régulièrement récompensé. Cela est resté vrai sur des périodes plus longues, mais même la rentabilité a connu un revirement en 2025, les titres affichant un faible rendement des capitaux propres ayant brièvement surpassé leurs homologues affichant un rendement des capitaux propres plus élevé dans un contexte de forte propension au risque.

Faible effet de levier : La solidité du bilan est généralement synonyme de qualité, mais les conditions de crédit favorables et les écarts réduits ont diminué la valeur accordée par les investisseurs au conservatisme financier. Les titres à fort effet de levier ont été récompensés aux États-Unis en début d'année, tandis qu'à l'extérieur des États-Unis, les niveaux d'endettement plus faibles ont paradoxalement constitué un frein.

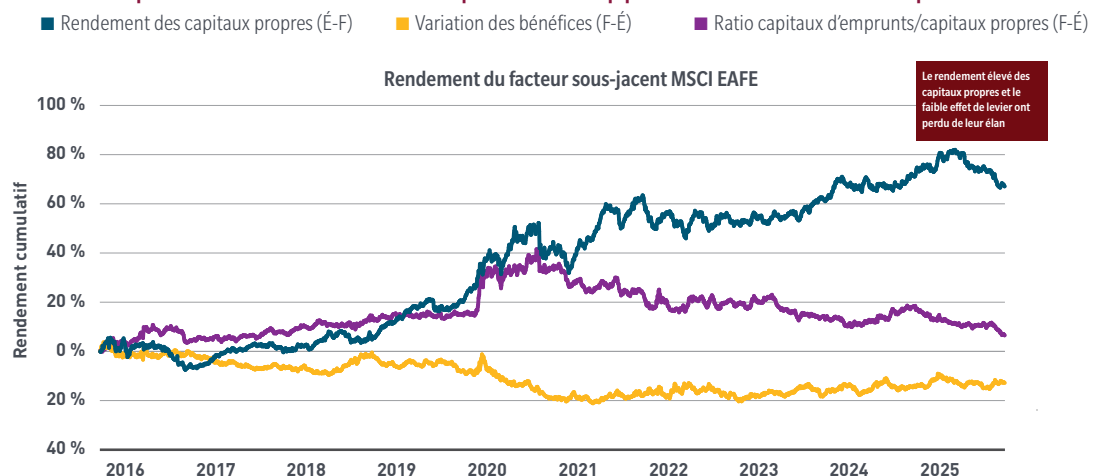
Stabilité des bénéfices : Ce facteur a été celui qui a le plus nui au rendement, surtout aux États-Unis. Les entreprises aux bénéfices stables ont pris du retard par rapport à leurs homologues plus volatiles, les investisseurs recherchant une exposition à l'accélération cyclique et aux thèmes de croissance liés à l'IA. La stabilité, élément essentiel des caractéristiques défensives de la qualité dans des environnements incertains, a été négligée dans un marché étroit et axé sur la dynamique.

Figure 3 : Tous les facteurs sous-jacents à la qualité n'ont pas toujours donné les résultats escomptés



Source : Tableau de bord des facteurs Piper Sandler, performance des facteurs S&P 500 : (É-F) Haut moins bas (É-F), bas moins haut, acheteur-vendeur, neutre sur le plan sectoriel, données quotidiennes de performance pondérées de manière égale du 2 janvier 2015 au 31 décembre 2025.

Figure 4 : En dehors des États-Unis, le rendement des capitaux propres s'est démarqué, tandis que les autres facteurs de qualité ont apporté une contribution plus modérée



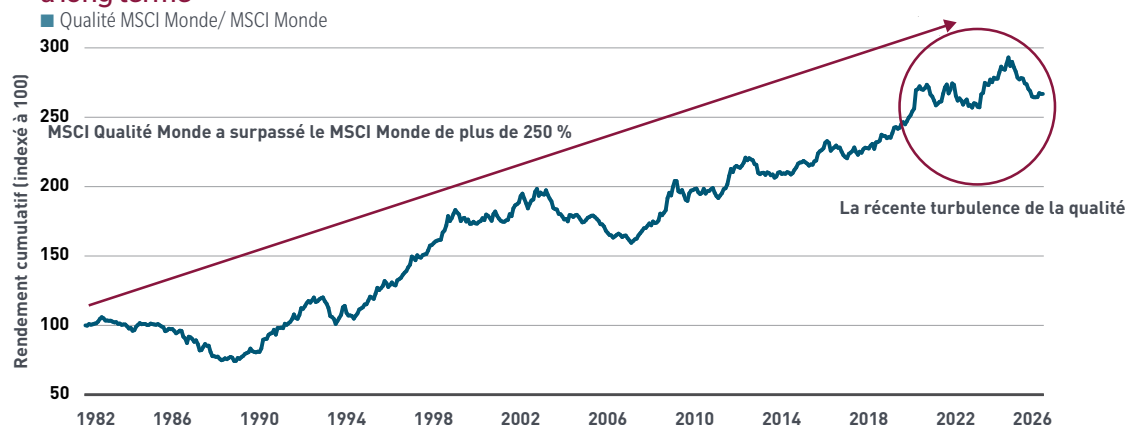
Source : Tableau de bord des facteurs Piper Sandler, performance des facteurs MSCI EAFE : Données quotidiennes sur la performance des facteurs « élevés/faibles », « acheteur-vendeur », « neutre sur le plan sectoriel » et « pondération égale » du 2 janvier 2015 au 31 décembre 2025.

Pourquoi la qualité exige plus que la rentabilité seule

La rentabilité (p. ex., les facteurs comme le rendement des capitaux propres) contribue depuis longtemps à l'obtention de résultats de qualité, mais ne constitue pas une définition suffisante de la qualité. Le rendement des capitaux propres peut être gonflé par l'effet de levier, les rachats d'actions, le secteur d'activité, l'intensité capitalistique ou le traitement des actifs incorporels. Nous pensons qu'une définition composite combinant rentabilité, solidité du bilan, durabilité des bénéfices, discipline de gestion et bonne gouvernance est donc essentielle pour isoler les franchises véritablement durables et fournir les contrôles nécessaires contre les biais structurels dans des mesures comme le rendement des capitaux propres. La dispersion entre les sous-facteurs ces dernières années, en particulier les signaux contradictoires provenant de la stabilité et de l'effet de levier, explique en partie pourquoi le facteur de qualité composite a connu des difficultés, alors même que de nombreuses entreprises de grande qualité ont continué à enregistrer des taux de croissance composés attrayants (figure 4).

Si les cinq dernières années ont mis à l'épreuve le style axé sur la qualité, elles ont également mis en évidence une vérité importante : la valeur de la qualité ne découle pas d'une caractéristique unique et ne repose pas non plus sur une surperformance constante. Sa force réside dans la façon dont plusieurs dimensions se renforcent les unes les autres entre les cycles. Ces attributs s'accumulent silencieusement en arrière-plan, souvent sans être immédiatement reconnus, mais ils constituent une base qui tend à s'imposer. En ce sens, pour nous, la récente période de rendements modérés ne témoigne pas d'une perte de pertinence, mais reflète simplement la cyclicité inhérente à ce style et le fait que son rendement provient davantage de la durabilité que de la rapidité.

Figure 5 : Malgré ses difficultés récentes, la qualité surpasse historiquement le marché à long terme



Source : Données mensuelles de Bloomberg du 31 mars 1982 au 31 décembre 2025. Rendements totaux nets MSCI Qualité Monde/MSCI Monde en dollars américains, rebasés à 100. L'indice MSCI Qualité Monde vise à refléter la performance des actions de croissance de qualité en identifiant les actions présentant des scores de qualité élevés sur la base de trois variables fondamentales principales : un rendement élevé des capitaux propres, une croissance stable des bénéfices d'une année sur l'autre et un faible effet de levier financier.

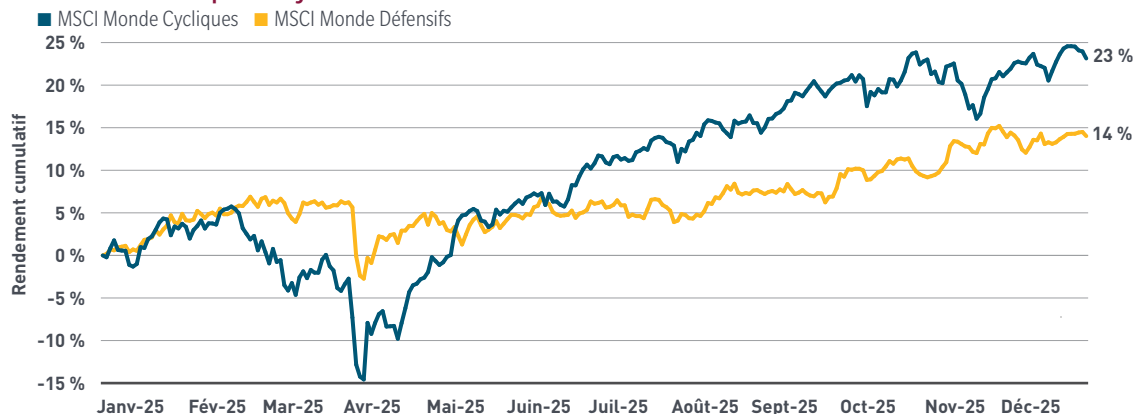
Le régime macro : Pourquoi le facteur qualité a connu des difficultés

La récente faiblesse du facteur qualité s'explique davantage par un phénomène lié au régime que par une détérioration des fondamentaux. Les forces suivantes se sont combinées pour remettre en question le facteur :

- La baisse des taux a stimulé le potentiel de bénéfices en début de cycle.
- Le resserrement des écarts créditeurs a réduit la prime généralement accordée aux bilans solides.
- Une propension au risque élevée a récompensé les titres à bêta élevé et à forte dynamique plutôt que la résilience des bénéfices.
- Le leadership restreint, en particulier dans les secteurs liés à l'IA et cycliques, a réduit la pertinence de la diversification et de la stabilité.

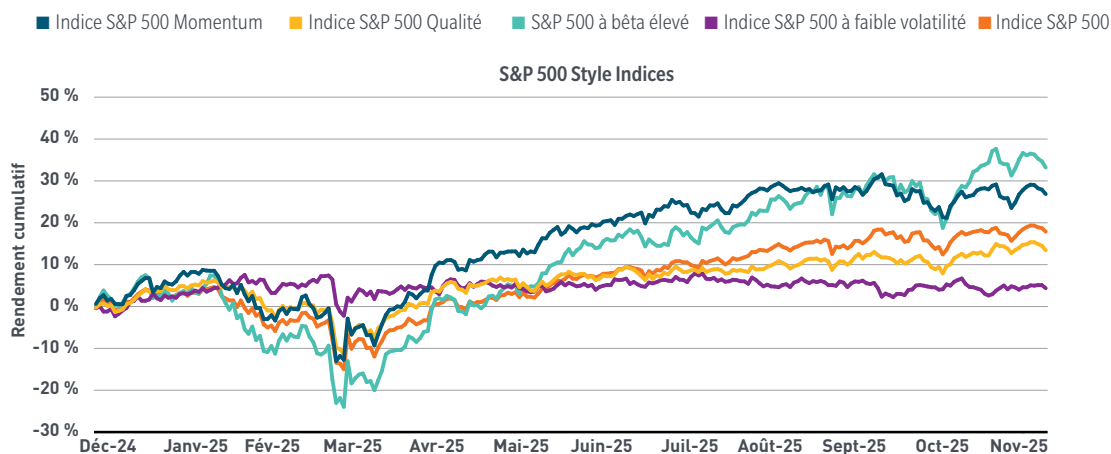
Aucune de ces conditions ne reflète une déficience structurelle dans les modèles commerciaux que la qualité cherche à saisir. Elles reflètent plutôt une préférence temporaire pour le bêta, l'effet de levier et une cyclicité plus marquée, des caractéristiques qui, d'après notre expérience, définissent rarement les gagnants à long terme sur les marchés boursiers mondiaux.

Figure 6 : Les entreprises défensives ont enregistré des performances nettement inférieures depuis le jour de la Libération

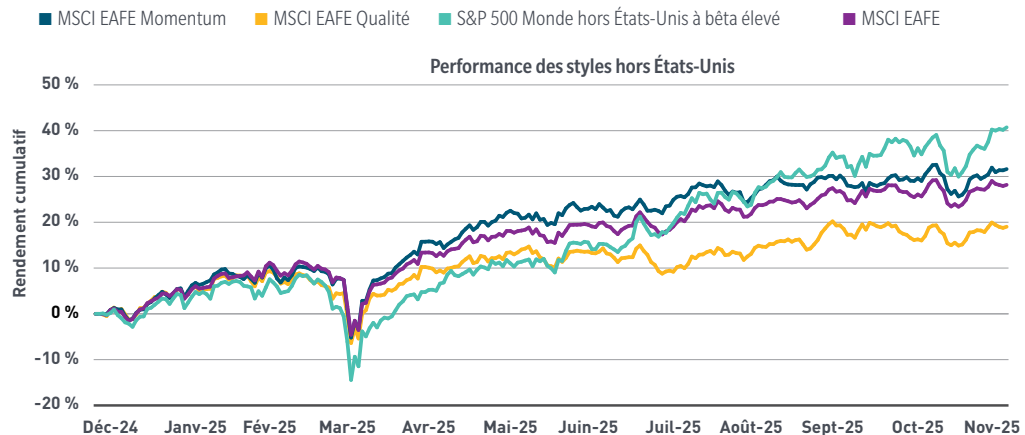


Source: Bloomberg daily data 31 Décembre 2024 to 3 Décembre 2025. MSCI World Cyclical Sectors net USD Index and MSCI World Defensive Sectors net USD Index.

Figure 7 : Les marchés américains sont stimulés par un bêta élevé et le momentum



Source : Données quotidiennes Bloomberg du 1er janvier 2025 au 31 décembre 2025, rendements totaux nets en dollars américains.

Figure 8 : La qualité a nettement sous-performé à l'extérieur des États-Unis

Source : Données quotidiennes Bloomberg du 1er janvier 2025 au 31 décembre 2025, rendements totaux nets en dollars américains.

Pourquoi la qualité reste structurellement pertinente

Il s'agit d'une question économique, et pas seulement historique :

- **Discipline financière** : les entreprises qui affichent un rendement élevé du capital investi réinvestissent généralement de manière plus efficace.
- **Flexibilité financière** : des bilans plus solides offrent des options en cas de ralentissement et de choc.
- **Durabilité des bénéfices** : des revenus prévisibles soutiennent une création de valeur durable avec moins de baisses.

Ces dynamiques peuvent être plus difficiles à monétiser dans des régimes étroits axés sur la liquidité, mais elles ne disparaissent pas pour autant. Les dernières années confirment que, si la rentabilité reste essentielle, elle ne constitue pas à elle seule une définition de la qualité; la rentabilité seule est incomplète sans les contrôles fournis par les indicateurs du bilan et des bénéfices.

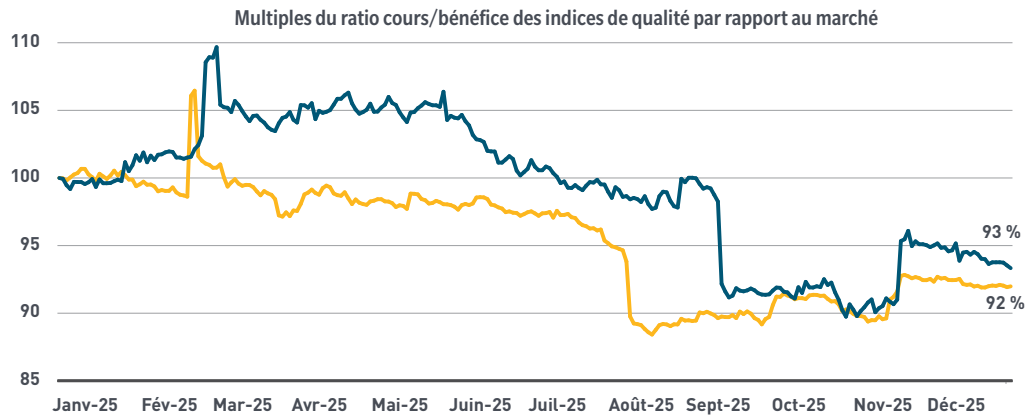
Perspectives : Conditions permettant de rétablir un contexte favorable

La combinaison de risques macroéconomiques élevés, de primes de risque comprimées et d'une concentration persistante du marché suggère que les investisseurs ne sont pas rémunérés pour les fragilités sous-jacentes du système. Dans ce contexte, nous pensons que les attributs qui définissent la qualité, soit la résilience, la prudence des bilans et la fiabilité des bénéfices, conservent, voire renforcent, leur pertinence.

Les primes de qualité ont été considérablement comprimées dans toutes les régions en 2025, rendant les valorisations relatives plus raisonnables. Cela atténue un facteur défavorable majeur et rétablit une base plus solide pour les rendements excédentaires futurs, le marché se concentrant moins sur la dynamique et davantage sur les fondamentaux.

Figure 9 : La qualité s'est dépréciée au cours de 2025

■ Indice S&P 500 Qualité/ Indice S&P 500 ■ Indice MSCI EAFE Qualité/ Indice MSCI EAFE

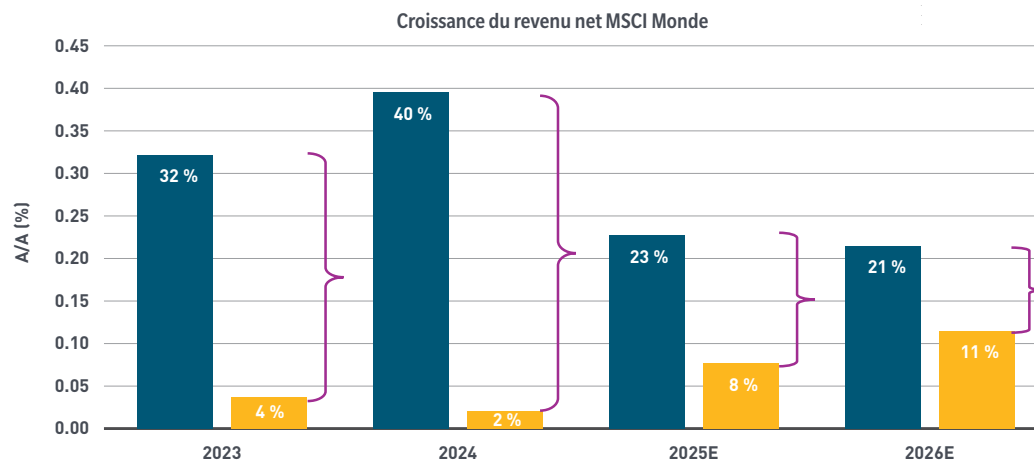


Source : Données quotidiennes de Bloomberg du 1er janvier 2025 au 31 décembre 2025. Ratios cours/bénéfice relatifs, rebasés à 100.

Nous prévoyons une participation accrue aux bénéfices en 2026, ce qui réduira les écarts exceptionnels entre les leaders à très forte capitalisation et le reste du marché. Les fondamentaux des secteurs de la santé et des biens de première nécessité semblent se stabiliser, et les valeurs cycliques axées sur la qualité dans les secteurs industriels, certains secteurs financiers et certaines branches technologiques semblent mieux positionnées à mesure que les attentes se réajustent (figure 10).

Figure 10 : L'avance de la croissance des bénéfices des Magnificent 7 devrait se réduire

■ Mag 7 ■ MSCI Monde hors Mag 7



Source : Analyse de portefeuille FactSet. Estimations des bénéfices au 31 décembre 2025. Les données sur les bénéfices annuels sont basées sur la variation d'une année sur l'autre des résultats réels et estimés des bénéfices pour l'année civile. Les sociétés du Mag 7 (« Magnificent Seven ») sont Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, NVIDIA et Tesla.

Les risques macroéconomiques créent une dispersion et un avantage en matière de qualité

Le contexte macroéconomique plus large mérite également une attention particulière. L'expansion budgétaire, les tensions géopolitiques, les divisions politiques internes, le réajustement des chaînes d'approvisionnement et la volatilité persistante de l'inflation ont créé un éventail potentiellement large de scénarios possibles qui ne

sont peut-être pas pleinement reflétés dans les valorisations actuelles ou dans la faible volatilité des actions. Ces conditions introduisent une asymétrie importante sur les marchés et réduisent la marge d'erreur dans les modèles économiques qui ne disposent pas d'un bilan solide ou d'un pouvoir de fixation des prix.

Le comportement de l'or au cours de la dernière année illustre clairement cette tension : sa vigueur parallèlement à celle des actifs risqués signale une demande persistante de protection contre les chocs systémiques ou géopolitiques, même si les marchés boursiers semblent anticiper une évolution plus favorable à l'avenir. Ce décalage montre bien pourquoi les investisseurs ne devraient pas supposer qu'un calme récent implique une réduction du risque.

Ce que cela signifie pour le positionnement

La trajectoire à venir ne sera probablement pas linéaire, et les politiques budgétaires et monétaires procycliques pourraient prolonger la phase actuelle de leadership cyclique; ces effets s'estompent généralement à mesure que l'ampleur des bénéfices s'améliore et que les valorisations se normalisent. À mesure que les moteurs du marché se diversifient, l'environnement devient plus équilibré. Avec la compression des écarts de valorisation et la réinitialisation des attentes, cela crée des conditions dans lesquelles le leadership peut s'étendre au-delà d'un groupe restreint d'entreprises.

À mesure que le soutien politique s'atténue, nous pensons que la différenciation devrait être davantage influencée par les fondamentaux que par les régimes axés sur la liquidité. À mesure que les impulsions cycliques s'estompent, un éventail plus large de modèles économiques peut contribuer aux rendements.

Qualité : Des vents contraires temporaires, une force durable

L'investissement de qualité reste ancré dans des moteurs économiques durables. À notre avis, la sous-performance de 2025 reflétait un régime de marché caractérisé par une baisse des taux, une accélération des bénéfices, des écarts créditeurs serrés, un appétit pour le risque élevé et un leadership restreint, et non un affaiblissement des fondamentaux sous-jacents des entreprises de haute qualité. Bien que la rentabilité ait été l'un des facteurs les plus fiables contribuant à la qualité à long terme, même ce signal s'est temporairement inversé en 2025, amplifiant la pression créée par l'irrégularité de la stabilité des bénéfices et les indicateurs de levier financier. Cette dynamique indique un régime cyclique plutôt qu'une rupture structurelle de la prime de qualité.

Avec des valorisations désormais plus raisonnables, une amélioration de la croissance des bénéfices et une stabilisation des valeurs défensives, l'environnement devient plus équilibré. Malgré les défis récents, nous estimons que l'importance à long terme de la qualité reste inchangée. Alors que les moteurs du marché se diversifient et que la dispersion s'accroît, nous pensons que la dislocation actuelle offre une occasion propice pour renouer avec les atouts durables de la qualité en tant que style et avec la valeur à long terme qu'elle cherche à saisir.

Mot de la fin

²Bloomberg : La stratégie axée sur la qualité européenne a subi une défaite historique : Aperçu des actions, par Jan-Patrick Barnert et Michael Msika

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

La diversification ne garantit pas un profit ni ne protège contre les pertes. Le rendement antérieur n'est pas une garantie 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® 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®, a son siège social à One Carter Lane, Londres, EC4V 5ER; **Note aux lecteurs**

européens (excluant le Royaume-Uni et 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 établi à 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 d'investissement 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 informations contenues dans ce document ne constituent pas et ne doivent pas être interprétées 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 informations contenues 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 informations. 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 la 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 leur être distribué ni être utilisé par eux. Les informations contenues dans ce 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) ont été envoyés 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 la MFS International (U.K.) Limited ni ses fonds ne sont enregistrés pour la vente publique en Afrique du Sud. Massachusetts Financial Services, Inc.®