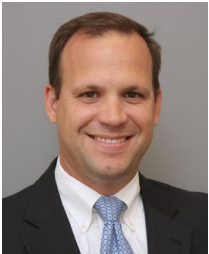


Dynamique des facteurs durant le cycle

Auteurs



Jed Stocks, CFA
Gestionnaire de portefeuille



Jeffrey D. Morrison, CFA
Gestionnaire de portefeuille
institutionnel



Nathan G. Bryant
Associé en recherche
quantitative

En résumé

- Notre analyse de la dynamique des facteurs durant tout le cycle économique aux États-Unis indique que les fluctuations de l'activité et les phases du cycle peuvent influencer sur la performance des facteurs.
- Nous utilisons un indicateur bien établi et très suivi, l'indicateur composite avancé (ICA) de l'OCDE pour les États-Unis, pour définir les cycles économiques.
- Pour l'horizon temporel analysé, l'OCDE distingue quatre phases – reprise, expansion, infléchissement et ralentissement – dont l'ampleur et la durée sont variables.
- Notre analyse illustre la performance de certains facteurs de placement importants tels que l'évaluation, le momentum, la taille et la faiblesse de la volatilité, selon les conditions économiques et de la phase du cycle.

Nombre de facteurs de placement bien connus ont montré qu'ils pouvaient contribuer durablement aux rendements. Des recherches empiriques démontrent qu'à court et à moyen terme, différents attributs (ou facteurs), styles et secteurs fondamentaux interviennent aux différents points du cycle économique américain. La présente analyse de la dynamique du cycle met en lumière l'interaction entre les variables macroéconomiques et les catalyseurs de performance, la résistance de certains facteurs durant le cycle et leur degré de corrélation avec les autres facteurs.

Nous illustrons notre analyse des quatre phases du cycle à l'aide des données mensuelles de février 1995 à mars 2026 de l'indicateur composite avancé de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) pour les États-Unis.

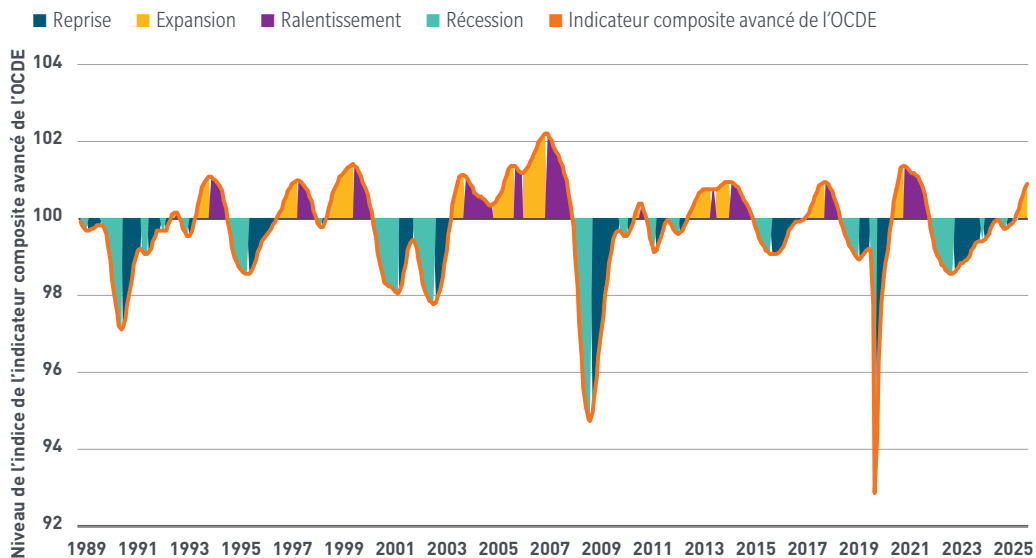
Phases délimitées lors de l'analyse

Les résultats de notre analyse sont en grande partie conformes à l'intuition; ils correspondent aux conditions normales d'appétit ou d'aversion pour le risque que cernent les autres méthodes servant à définir le cycle économique américain. Chaque cycle économique aux États-Unis comporte quatre phases distinctes :

- Reprise – l'indice est inférieur à 100, mais tend à la hausse.
- Expansion – l'indice tend à monter et est supérieur à 100.
- Infléchissement – l'indice est supérieur à 100, mais tend à la baisse.
- Ralentissement – l'indice est inférieur à 100 et tend à baisser encore.

Tous les cycles partagent des similitudes, mais chacun est unique. L'ICA de l'OCDE pour les États-Unis montre que les phases du cycle ne se présentent pas toujours dans le même ordre. Il comporte également des cycles plus courts qui peuvent intervenir au cours d'un cycle complet. Il est probable que les politiques en matière de taux de la Réserve fédérale des États-Unis ont joué un rôle important sur le déroulement du cycle.

Figure 1 : Définition du cycle économique américain par l'indicateur composite avancé (ICA) de l'OCDE pour les États-Unis



Source : Organisation de coopération et de développement économiques.

Nous avons calculé la performance de neuf grands facteurs de placement au cours de ces cycles passés, comme définis par l'ICA de l'OCDE. La description complète de chaque facteur se trouve à la fin du présent document.

Rendement en dividendes – dividende annuel par action divisé par le cours de l'action

Révisions des bénéfices – révisions des bénéfices prévisionnels pour les 12 mois à venir

Endettement – ratios capitaux d'emprunt/capitaux propres et actif/capitaux propres; ratios de liquidité générale, de liquidité relative et de couverture des intérêts

Faible volatilité – écart-type du rendement total sur divers horizons temporels

Bêta du marché – volatilité du rendement d'une action par rapport au rendement du marché

Progression du cours – rendement total d'une action sur les 12 derniers mois, moins le rendement total du dernier mois

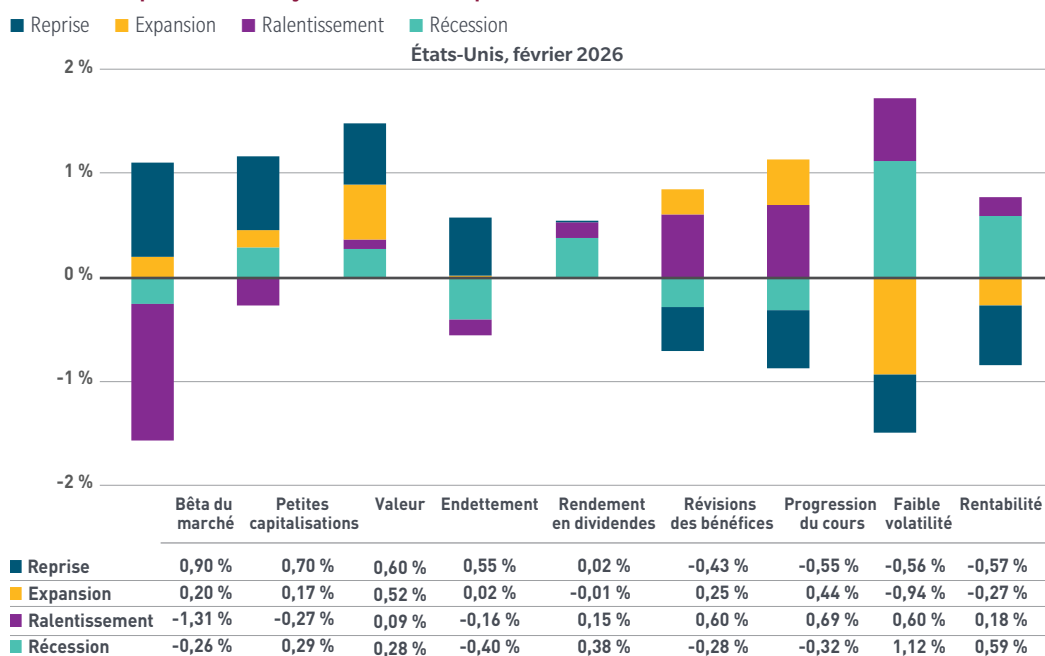
Rentabilité – bénéfices en pourcentage de l'actif et des capitaux propres; ratios des marges brute, nette et d'exploitation; rendement du capital investi

Taille – capitalisation boursière de l'entreprise

Évaluation – ratios cours/valeur comptable et cours/bénéfice; dividendes; flux de trésorerie disponibles; ratio bénéfice/cours

Il existe plusieurs mesures pour évaluer la performance passée de chaque facteur aux différentes phases du cycle économique. Dans notre analyse, nous avons eu recours au rendement moyen, à la statistique t ajustée et aux taux de succès de ces facteurs pour déterminer les phases au cours desquelles ils étaient favorables ou défavorables. La figure 2 montre, à gauche, les facteurs dont le rendement a été le plus solide au cours des phases de reprise et d'expansion (bêta du marché, petite capitalisation boursière et évaluation) et, à droite, ceux dont le rendement a été le plus vigoureux au cours des phases d'infléchissement et de ralentissement (faible volatilité, rentabilité et progression des cours).

Figure 2 : Performance des facteurs au cours des différentes phases du cycle économique

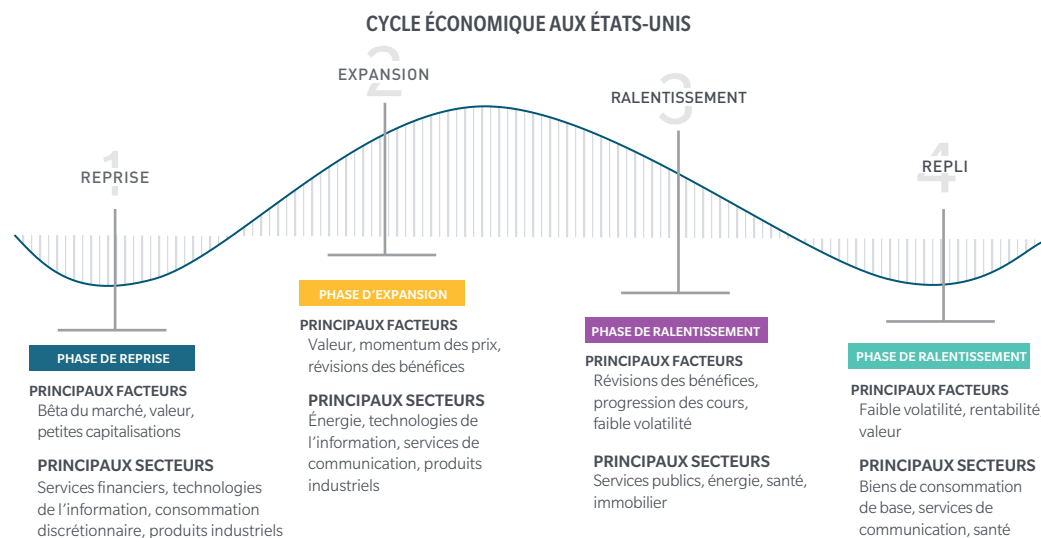


Source : FactSet. Rendements composés annualisés. Positions acheteur et vendeur. Neutre par rapport aux secteurs.

La figure 2 schématise le cycle aux États-Unis et la performance des divers facteurs. Le graphique montre bien que les facteurs ont tour à tour été vigoureux à mesure que l'économie américaine traversait les différentes phases du cycle.

Les facteurs ont tour à tour été vigoureux à mesure que l'économie américaine traversait les différentes phases du cycle. ▲

Figure 3 : Les facteurs inscrivent tour à tour un rendement supérieur lors de différentes phases du cycle de l'économie américaine



Source: Factset.

La figure 3 nous permet de tirer les conclusions suivantes :

- Au cours d'une phase de reprise typique, ce sont le bêta du marché, la petite capitalisation et l'évaluation qui se comportent le mieux, et c'est la rentabilité qui inscrit le moins bon rendement moyen.
- Au cours d'une phase d'expansion typique, la valeur, la progression des cours et les révisions des bénéfices inscrivent un solide rendement moyen, tandis que la faible volatilité correspond au rendement moyen le plus bas.
- Au cours d'une phase d'infléchissement typique, ce sont les révisions des bénéfices, la progression des cours et la faible volatilité qui se comportent le mieux, tandis que le bêta du marché inscrit le rendement moyen le plus faible.
- Au cours d'une phase de ralentissement typique, la faible volatilité, la rentabilité et la valeur affichent le rendement moyen le plus élevé, tandis que le bêta du marché et l'endettement ont le rendement moyen le plus bas.

Principaux points à retenir de notre analyse

- Il existe une relation évidente entre le cycle économique aux États-Unis et la performance des facteurs.
- Pour certains facteurs, le rendement moyen durant la phase de ralentissement est plus extrême (en positif ou en négatif) qu'au cours des autres phases.
- Une analyse comme celle-ci peut contribuer à caractériser la conjoncture économique et à expliquer le comportement cyclique des facteurs.

Les investisseurs doivent être conscients des dissociations possibles entre les facteurs et les indicateurs économiques qui ne manquent pas de se produire au fil du temps.

Les résultats de notre analyse brossent un portrait des cycles économiques historiques aux États-Unis et posent les bases d'une explication de la performance passée des facteurs de placement. Le cadre de cette analyse nous servira de base pour la rédaction d'autres articles dans lesquels nous étudierons chaque facteur plus en détail. ▲

Les résultats de notre analyse brossent un portrait des cycles économiques historiques aux États-Unis et posent les bases d'une explication de la performance passée des facteurs de placement. ▲

Hypothèses et méthodologies

Les indicateurs composites avancés (ICA) de l'OCDE sont des groupes de séries temporelles qui entretiennent une relation raisonnablement constante avec la série de référence du cycle économique d'un pays donné, à savoir le PIB. Les ICA sont établis par regroupement des séries composantes, qui sont sélectionnées en fonction de plusieurs critères : signification économique, comportement cyclique, qualité des données, etc. Le processus de sélection en plusieurs critères fait en sorte que les ICA de l'OCDE signalent à l'avance les points de retournement de la série de référence, même s'ils ne conviennent pas nécessairement pour faire des prévisions quantitatives (voir le système des ICA de l'OCDE). Les ICA sont compilés et publiés par l'OCDE sur une base mensuelle.

La création de l'indicateur remonte aux années 1970. Depuis lors, il s'est imposé en tant que mesure communément répandue des mouvements économiques. Chaque série est conçue de façon à refléter l'écart de production, c'est-à-dire la différence entre le PIB effectif et le PIB potentiel, exprimée en pourcentage du PIB potentiel. L'indicateur signale les points de retournement de l'activité économique.

Les points de retournement sont définis en fonction d'une valeur de base de 100, fixée au début de la période analysée; les phases du cycle, elles, sont délimitées en fonction de l'écart positif ou négatif par rapport à cette valeur de base ainsi de l'orientation générale de la tendance.

Facteurs de placement : définitions

Évaluation : moyenne équilibrée des facteurs suivants

Ratio valeur comptable/cours par action Ratio de la valeur comptable de l'entreprise (égale à la somme des capitaux propres et du solde des résultats non distribués figurant à l'état des résultats) sur le cours de l'action. Ce facteur est l'une des mesures les plus efficaces de la valeur intrinsèque de l'action d'une entreprise.

Ratio bénéfice/cours Bénéfice annuel (après déduction de l'amortissement des immobilisations incorporelles et des charges et produits exceptionnels) par action divisé par le cours de l'action. Ce facteur mesure la valeur de l'action d'une entreprise en fonction de la capacité de cette dernière à soutenir chaque action à l'aide du bénéfice après impôt.

Rendement des flux de trésorerie Flux de trésorerie par action annuels divisés par le cours de l'action. Ce facteur est lié au ratio bénéfice/cours, mais il englobe également d'autres éléments : l'amortissement des immobilisations corporelles et incorporelles et les provisions pour passifs différés. Il vise à mesurer la trésorerie disponible de l'entreprise, qu'il exprime en multiple du cours de l'action; il constitue un critère d'évaluation fondé sur les flux de trésorerie sur lesquels l'entreprise peut compter.

Ratio chiffre d'affaires/cours Chiffre d'affaires net par action divisé par le cours de l'action. Ce facteur mesure la valeur de l'action d'une entreprise en fonction du volume des ventes annuel qui soutient les activités. Bien des analystes le considèrent comme un facteur d'évaluation moins susceptible que les autres d'être manipulé; il est toutefois moins représentatif de l'ensemble des activités d'une entreprise.

BAIIA par rapport à la valeur de l'entreprise Cette mesure est utilisée pour évaluer le rendement du capital investi (RCI) d'une société en comparant son bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement (BAIIA) à sa valeur d'entreprise (VE).

Rendement du bénéfice projeté Bénéfice par action projeté pour l'année suivante faisant consensus, divisé par le cours de l'action.

Rendement des flux de trésorerie disponibles Excédent des flux de trésorerie annuels par action sur les dépenses d'investissement par action, divisé par le cours de l'action. Les flux de trésorerie disponibles correspondent aux liquidités dont dispose l'entreprise après les dépenses d'entretien et de renouvellement des immobilisations corporelles.

Progression du cours

Mesure composée selon le rendement total élevé sur un an et six mois.

Rentabilité : moyenne équilibrée des facteurs suivants

Rendement des capitaux propres Bénéfice net avant les dividendes sur les actions privilégiées, divisé par la valeur comptable des capitaux propres attribuables aux actions ordinaires. Le rendement des capitaux propres est une mesure de la rentabilité de l'exploitation de l'entreprise, exprimée par rapport au total des capitaux propres de l'entreprise. Comme le rendement des capitaux propres multiplié par le taux de réinvestissement (c'est-à-dire la partie des profits qui n'est pas versée aux actionnaires sous forme de dividendes, mais réinvestie dans l'entreprise) correspond au taux de croissance garanti de l'entreprise, il sert souvent à mesurer le potentiel de croissance de cette dernière.

Rendement du capital investi {Bénéfice net + ([intérêts sur les emprunts – intérêts incorporés à l'actif] * [1 – taux d'imposition])} / moyenne de (capital total + dette à court terme + partie courante de la dette à long terme) de l'exercice et de l'exercice précédent. Le rendement du capital investi (aussi appelé « rendement du capital ») mesure la rentabilité d'une entreprise en fonction de son bénéfice d'exploitation par rapport au capital total investi par l'entreprise.

Rendement de l'actif {Bénéfice net + ([intérêts sur les emprunts – intérêts incorporés à l'actif] * [1 – taux d'imposition])} / moyenne du total de l'actif de l'exercice et de l'exercice précédent. Le rendement de l'actif d'une entreprise mesure l'efficacité opérationnelle de celle-ci, exprimée par les profits que le total de l'actif a permis de dégager. Il s'agit d'une mesure de l'efficacité dont fait preuve la direction dans l'utilisation des actifs pour dégager un bénéfice d'exploitation.

Ratio de la marge brute Marge bénéficiaire brute divisée par le chiffre d'affaires net. La marge brute est parfois une mesure de la rentabilité économique réelle d'une entreprise plus parlante que le bénéfice ou les flux de trésorerie disponibles, car elle ne retranche pas certaines dépenses qui peuvent en réalité accroître l'avantage concurrentiel de l'entreprise ou sa capacité de production, par exemple les charges publicitaires, les coûts de recherche et de développement ou les dépenses d'investissement.

Ratio de la marge d'exploitation Résultat d'exploitation divisé par les produits d'exploitation. Ce ratio mesure la rentabilité de l'entreprise en fonction de son résultat avant intérêts et impôts.

Rendement en dividendes

Dividende annuel par action divisé par le cours de l'action. C'est une mesure de la valeur de l'action de l'entreprise en fonction du revenu en dividendes provenant des actions détenues.

Révisions des bénéfices

Calculées comme la variation en pourcentage de l'estimation du revenu moyen pour les 12 prochains mois, selon une moyenne pondérée d'un exercice donné et des révisions des estimations de l'exercice suivant.

Endettement : moyenne équilibrée des facteurs suivants

Ratio capitaux empruntés/capitaux propres Total de la dette en pourcentage du total des capitaux propres ordinaires. Ce ratio mesure l'endettement, ou l'effet de levier, qui est une dimension particulière du risque associé au cours de l'action. Plus ce ratio est élevé, plus les fluctuations de la santé financière d'une entreprise risquent de se répercuter sur le versement des dividendes. L'influence de ce critère est cependant hautement tributaire de plusieurs considérations particulières, comme certaines caractéristiques sectorielles ou la sensibilité aux taux d'intérêt. C'est pourquoi il est pris en compte séparément des autres mesures du risque.

Ratio actif/capitaux propres Total de l'actif divisé par les capitaux propres ordinaires. Ce ratio est un indicateur de la proportion des emprunts employés pour financer l'entreprise.

Ratio de couverture des intérêts (hors institutions financières) Bénéfice avant intérêts et impôts (BAII) divisé par les intérêts sur l'encours de la dette de l'exercice précédent. Ce ratio mesure la facilité pour l'entreprise à assurer le service de la dette. On ne calcule pas ce ratio pour les institutions financières.

Faible volatilité : moyenne équilibrée des facteurs suivants

Bêta du marché « Coefficient de la pente », noté β , correspondant à la régression simple suivante : rendement mensuel de l'action = $a + \beta$ * rendement mensuel du marché + erreur aléatoire. La régression est extrapolée sur des périodes de 36 mois. Lorsqu'il est impossible d'obtenir des informations suffisantes, on présume que $\beta = 1$.

Volatilité sur 3 ans Écart-type des rendements totaux des 3 derniers mois, exprimé en pourcentage annualisé.

Volatilité quotidienne sur 1 an Écart-type des rendements totaux quotidiens de la dernière année, exprimé en pourcentage annualisé.

Capitalisation boursière (faible) Capitalisation boursière à la clôture précédente.

Les points de vue exprimés sont ceux de l'auteur 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. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. La diversification ne garantit pas un gain ou une protection contre les pertes. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur.

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 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) 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.^{MD}