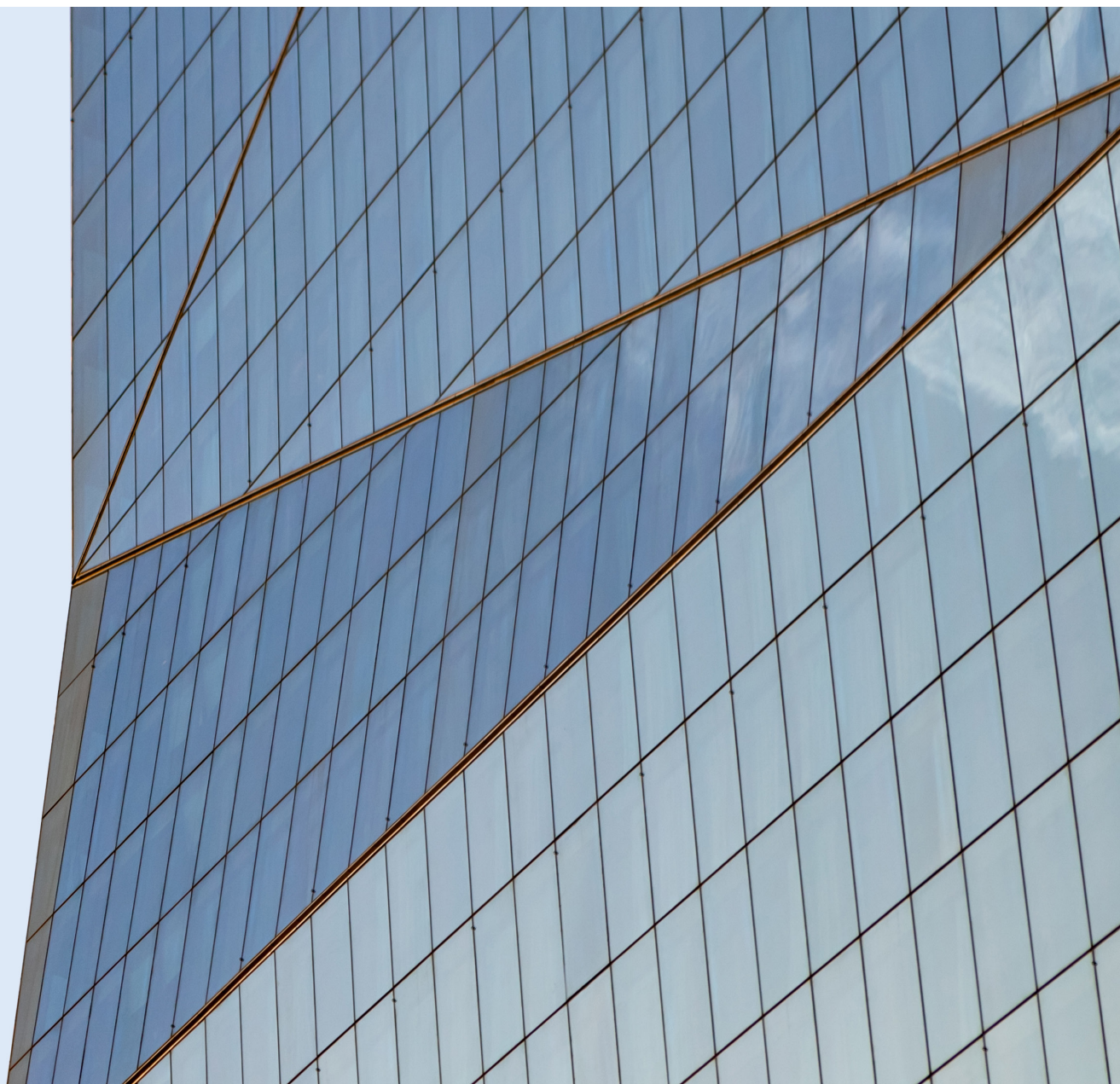


INSTITUTIONAL

La vision à court terme du marché boursier crée des occasions d'arbitrage temporel pour les investisseurs à long terme

Mai 2025**Ryan Diamant**, CFA, gestionnaire de portefeuille de clients – Actions**Daniel Delany**, CFA, cogestionnaire de portefeuille principal†**Matthew Scherer**, CFA, cogestionnaire de portefeuille principal†

En bref

- La période de détention moyenne des placements en actions est passée de 9 ans au milieu des années 1970 à un tout petit peu plus de 6 mois en 2025
- Le volume d'échanges quotidien a presque triplé au cours de la dernière décennie aux États-Unis, et, en raison du recours quasi systématique à la négociation algorithmique, le marché a désormais tendance à réagir de manière excessive aux événements, à l'actualité et aux données macroéconomiques
- La majorité des commissions des courtiers sont payées par les fonds de couverture, si bien que la recherche a tendance à se concentrer sur le court terme
- La grande majorité des estimations publiées par les courtiers portent sur quatre trimestres, si bien que les prévisions, qui portaient autrefois sur des années, se limitent désormais à quelques semaines ou quelques mois
- La structure de rémunération des fonds de couverture, de type « 2-20 », crée un marché dominé par des investisseurs motivés par des objectifs annuels
- Les entreprises qui mettent l'accent sur le long terme affichent souvent de meilleurs ratios financiers que les sociétés court-termistes
- La croissance des bénéfices est un outil qui permet d'évaluer la vision à long terme des entreprises et qui est sous-exploité sur les marchés internationaux

Contexte

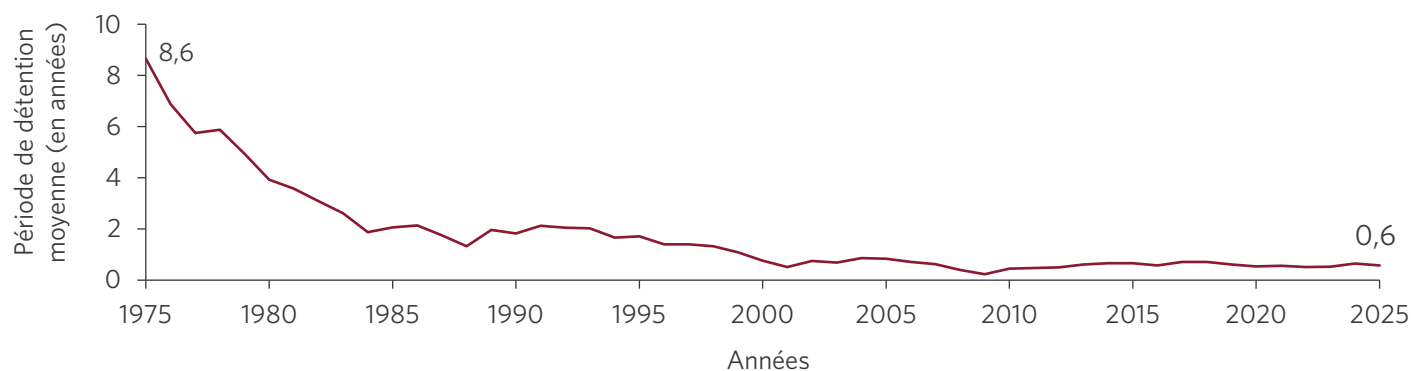
Warren Buffett a déjà dit que, si on n'était pas prêt à garder une action pendant 10 ans, il ne valait pas la peine de l'acheter. Ce principe de placement a certes fait ses preuves, mais la dynamique du marché a radicalement changé depuis que l'Oracle d'Omaha a commencé à investir au milieu des années 1950. Compte tenu de la structure actuelle des marchés boursiers, il y a à notre avis des occasions d'arbitrage temporel pour les investisseurs prêts à dépasser les problèmes ponctuels qui président aux activités de négociation d'aujourd'hui.

Le présent document abordera les sujets suivants :

1. Les périodes de détention des actions
2. La structure du marché et la négociation algorithmique
3. La structure des commissions des courtiers
4. Les incitatifs des gestionnaires d'actifs
5. Les différences de résultats entre les entreprises axées sur le court et sur le long terme
6. La durabilité de la croissance des bénéfices comme outil d'évaluation à long terme

Les investisseurs conservent leurs placements beaucoup moins longtemps

Les investisseurs investissent de plus en plus à court terme ces dernières décennies. Prenons l'indice de rendement total du marché américain, qui suit les 1 000 plus grandes sociétés américaines, qu'elles soient détenues par des particuliers ou par des investisseurs institutionnels. Bien que nos activités se déploient sur l'ensemble de la scène internationale, nous utiliserons le marché américain dans ce document, puisque c'est celui pour lequel nous disposons du meilleur corpus de données : c'est l'indice dont les données sont compilées depuis le plus longtemps et les chiffres sont transparents et accessibles. À partir des données sur la capitalisation boursière et sur le taux de rotation de l'indice, nous avons pu déterminer la période de détention moyenne des investisseurs.

Ensemble du marché américain : Période de détention moyenne

Source : Refinitiv Workspace, au 14 mars 2025. Pour déterminer la période de détention sur le marché boursier, on divise 1 par le taux de rotation. Le taux de rotation correspond à la valeur des actions négociées divisée par la capitalisation boursière. Indice utilisé : TOTMKUS.

Aux États-Unis, la période de détention moyenne est passée de 9 ans au milieu des années 1970 à un tout petit peu plus de six mois en 2025. Cette baisse s'explique certes en partie par un meilleur accès des particuliers au marché grâce aux plateformes de courtage à escompte, mais les gestionnaires institutionnels investissent également à plus court terme. À la fin de 2024, les gestionnaires institutionnels américains qui publiaient leurs taux de rotation conservaient leurs placements environ deux ans en moyenne¹.

La situation n'est pas plus brillante sur les marchés internationaux, même si on ne dispose de données que pour les 30 dernières années. Pour l'indice MSCI EAEO^{MD 2}, qui est celui dont les données sont compilées depuis le plus longtemps, la période de détention est d'à peine 1,06 an en moyenne depuis 1997.

Indice MSCI EAEO^{MD 2} : période de détention moyenne

Source : Bloomberg, au 16 avril 2025. Pour déterminer la période de détention sur le marché boursier, on divise 1 par le taux de rotation. Le taux de rotation correspond à la valeur des actions négociées divisée par la capitalisation boursière. Indice utilisé : Indice MSCI EAEO^{MD 2} (rendement des cours).

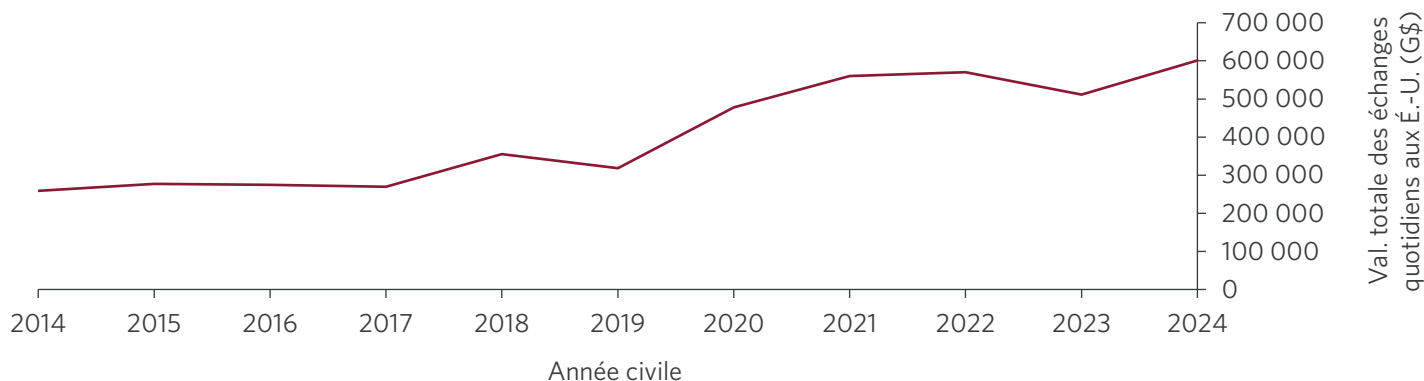
En 2024, la période de détention sur les marchés internationaux était deux fois plus longue que sur les marchés américains, mais elle était tout de même très courte. La période de détention moyenne dans les indices Monde tous pays hors États-Unis et EAEO^{MD 2} des investisseurs institutionnels qui publient leur taux de rotation était largement semblable à ce qu'on observait sur les marchés américains, à deux ans¹. Les gestionnaires adeptes de l'analyse fondamentale sur les marchés américains et internationaux conservaient leurs actions plus longtemps que l'ensemble des investisseurs, mais beaucoup moins longtemps que dans les années 1970.

La négociation algorithmique contribue au raccourcissement des périodes de détention

Dans le film Wall Street, réalisé en 1985, on voit des courtiers humains qui passent des ordres d'achat et de vente pour le compte de leurs clients. À l'époque, le rythme nous paraissait trépidant; il n'a pourtant plus rien à voir avec ce qui se fait aujourd'hui. Avec la technologie, et notamment avec la négociation algorithmique, les titres passent plus rapidement de main en main.

Au cours des dix dernières années, la valeur des opérations quotidiennes aux États-Unis a été presque multipliée par trois : elle est passée d'environ 258 G\$ en 2014 à 601 G\$ à la fin de 2024³.

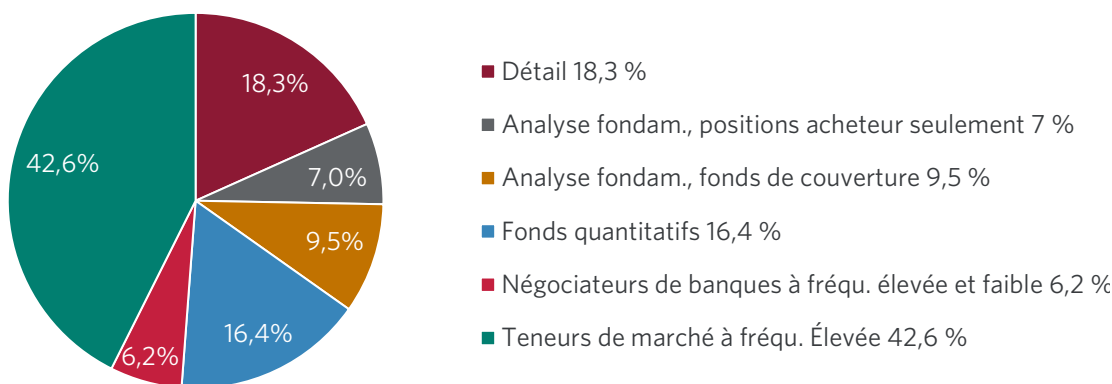
États-Unis : valeur totale des échanges quotidiens



Source : Bloomberg. Au 31 décembre 2024.

Si le volume de marché total a augmenté au cours de la dernière décennie, le pourcentage d'investisseurs adeptes de l'analyse fondamentale a sensiblement diminué. En 2003, plus de 80 % du volume d'opération moyen quotidien ne transitaient pas par les algorithmes et n'étaient donc pas fondés sur des règles⁴. Aujourd'hui, ces mêmes opérations ne représentent plus qu'une petite fraction des échanges totaux.

Type de négociateurs (% du total des opérations)



Source : Bloomberg, au 31 décembre 2024.

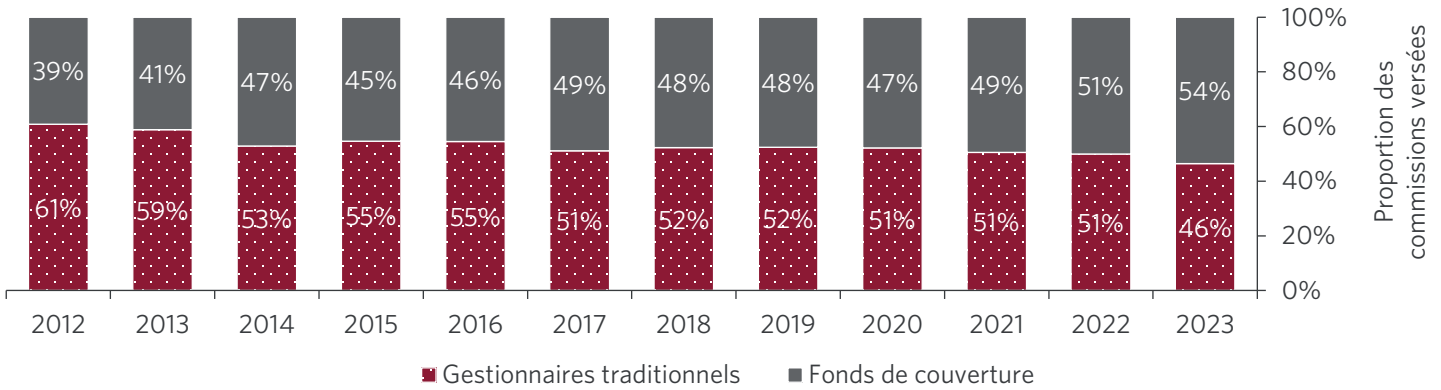
Les investisseurs adeptes de l'analyse fondamentale qui se limitent aux positions acheteur ne représentent que 7 % de la valeur quotidienne totale des opérations, et les négociateurs des systèmes réglementés, à fréquence élevée ou de fonds de couverture représentent maintenant 75 %, le reste correspondant aux opérations des particuliers³. Pour mettre les choses en perspective, la période de détention moyenne des négociateurs à fréquence élevée peut se limiter à quelques secondes ou à quelques minutes. Ils sont donc constamment en réaction aux événements, à l'actualité et aux données macroéconomiques qui n'auraient pas d'incidence sur la thèse de placement d'un investisseur adepte de l'analyse fondamentale.

Les structures des commissions favorisent les investisseurs à court terme

Les courtiers ont contribué à améliorer l’efficacité du marché, à réduire les écarts d’information et à offrir différents points de vue sur l’orientation des sociétés couvertes. Leur recherche se limite toutefois de plus en plus au court terme en raison de la structure du marché et de l’évolution du profil de ceux qui paient leurs commissions.

Entre 2015 et 2024, le nombre de courtiers aux États-Unis a diminué de moitié et leurs commissions sont passées de 10,2 G\$ en 2012 à un sommet de 10,8 G\$ en 2015, pour retomber à 7,1 G\$ en 2023³. On se retrouve donc avec un montant de commissions moins élevé, à répartir entre un nombre de courtiers réduit. Ceux-ci souhaitant conserver leurs parts de marché, leur recherche s’est adaptée à la nouvelle composition des participants au marché.

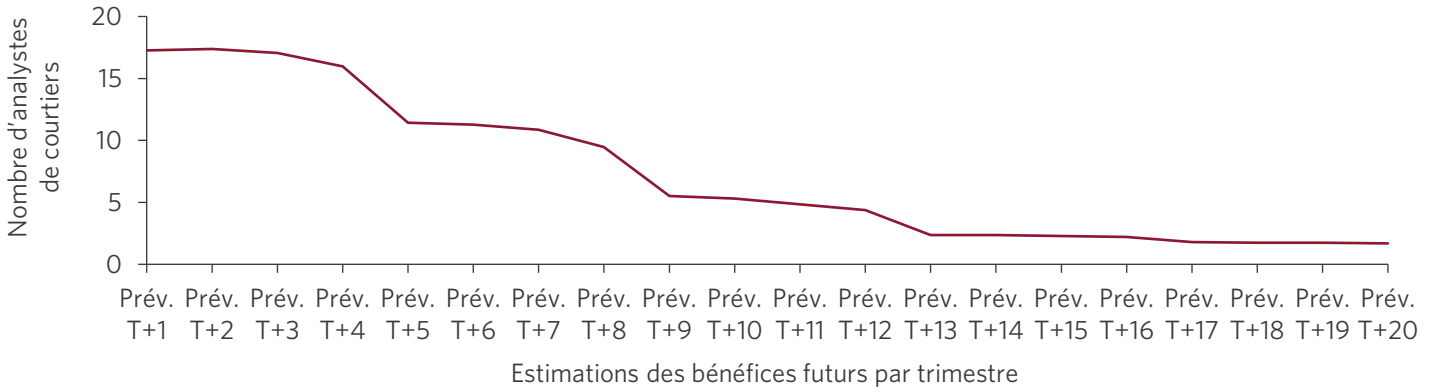
Commissions versées : gestionnaires traditionnels et fonds de couverture



Source : Bloomberg, au 31 décembre 2024.

Les gestionnaires d’actifs traditionnels, qui versaient autrefois la grande majorité des commissions, n’en paient plus qu’une fraction. En 2012, les gestionnaires traditionnels versaient 61 %, et les fonds de couverture, 39 %; en 2023, leurs parts respectives étaient de 46 % et de 54 %. Les courtiers étant de moins en moins nombreux, ils ont naturellement tendance à s’adapter au modèle d’investisseur qui verse la majorité des commissions. C’est d’ailleurs ce qui ressort de l’analyse des sociétés à grande capitalisation de l’indice S&P 500 et des prévisions de bénéfices publiées par les courtiers.

Indice S&P500 : nombre moyen de prévisions sur des entreprises à grande capitalisation publiées par les courtiers



Source : Bloomberg, au 31 mars 2025. Les sociétés à grande capitalisation sont celles dont la capitalisation boursière est supérieure à 50 G\$.

La grande majorité des estimations publiées par les courtiers portent sur les quatre prochains trimestres. Au début de la 3e année, seulement 17 % des analystes du début, en moyenne, fournissent une estimation. Prenons l’exemple d’une société comme Taiwan Semiconductor Manufacturing Company. Au 31 mars 2025, pour les trimestres un à quatre, 35 analystes ont fourni une estimation; ce chiffre tombe à neuf pour le premier trimestre de l’année trois³. Les prévisions des courtiers, qui portaient autrefois sur des années, se limitent désormais à quelques mois, ce qui se traduit par des réactions excessives aux variables à court terme. Pour les investisseurs à long terme qui effectuent leurs propres recherches indépendantes, investissent dans des entreprises plutôt que dans des actions et qui regardent au-delà du court terme, le contexte est donc favorable.

Les incitatifs des investisseurs les poussent de plus en plus à prioriser le court terme

L'importance accordée par les équipes de gestion de portefeuille aux rendements à long terme dépend souvent de la structure de leur rémunération. Le CFA Institute plaide depuis longtemps pour une diminution des coûts de délégation; en d'autres termes, il souhaite que les gestionnaires misent sur des approches qui coïncident avec les intérêts des investisseurs. Il a d'ailleurs publié un document sur le sujet, intitulé « Short-termism revisited : Improvements made and challenges in investing over the long-term ». Les auteurs concluent que les investisseurs auraient tout intérêt à s'assurer que leurs rendements soient comparés à ceux d'indices à court et à long terme⁵. Ils observent par ailleurs que les meilleurs gestionnaires d'actifs ont tendance à afficher un taux de rotation moins élevé et qu'ils pourraient facilement intégrer des incitatifs différés à leur rémunération, puisqu'ils savent qu'ils finiront par être payés⁵. Avec des incitatifs différés et en mettant l'accent sur le long terme, on est à peu près certain que les gestionnaires ne prendront pas de risques indus pour maximiser les gains à court terme.

Les fonds de couverture sont en revanche connus pour leurs frais de type « 2-20 ». Ils facturent des frais de gestion correspondant à 2 % de la valeur de leur actif net et des frais de rendement de 20 % sur les bénéfices engrangés. Les deux sont généralement calculés sur 12 mois. Puisque, comme nous l'avons indiqué plus tôt, les négociateurs des systèmes réglementés, à fréquence élevée ou de fonds de couverture représentent 75 % de l'activité du marché, celui-ci est dominé par des investisseurs qui sont motivés par des objectifs annuels. Un fonds de couverture qui affiche des rendements négatifs ou inférieurs au seuil d'application des commissions de rendement au début de novembre aura davantage intérêt à chercher à générer des bénéfices au cours des deux derniers mois de l'année qu'à réduire ses coûts de délégation ou à chercher à générer des rendements à long terme. Les gestionnaires risquent alors de s'écarter de leur méthode ou de leur style de placement, ou encore de faire fi de leurs contraintes de risque pour éviter les pertes ou toucher leurs incitatifs annuels. Cela donne naturellement une orientation à court terme à l'ensemble du marché et crée des occasions pour les gestionnaires à long terme ou dont les incitatifs sont différés.

Les sociétés axées sur le long terme s'en sortent mieux sur la durée

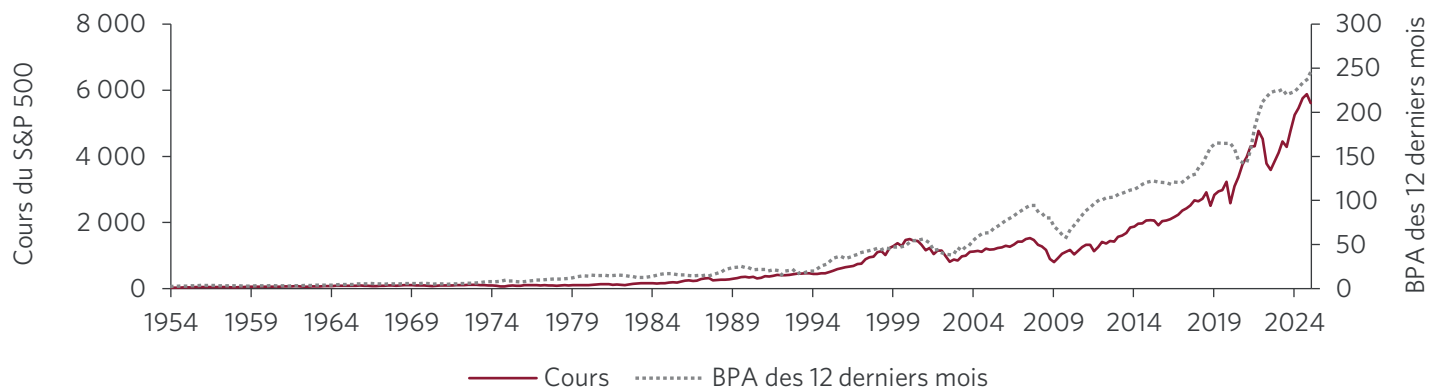
La section précédente portait sur les incitatifs à court terme des investisseurs. Or, ceux-ci ont pour résultat d'inciter les dirigeants d'entreprises à mettre de plus en plus l'accent sur les résultats à court terme : ils chercheront par exemple à répondre aux attentes de bénéfices trimestriels plutôt qu'à créer de la valeur à long terme. Certaines entreprises privilégieront des pratiques comptables avantageuses, réduiront leurs activités de recherche et de développement, renonceront à certains projets susceptibles de créer de la valeur ou reporteront les embauches pour gonfler leurs bénéfices à court terme. L'étude « Evidence and Implications of Short-termism in US Public Capital Markets: 1980-2013 » montre que les entreprises américaines cotées en bourse ont vu leur horizon temporel diminuer radicalement⁶. La baisse des investissements dans la recherche-développement et dans les biens d'équipement, la présence d'investisseurs éphémères qui se passent rapidement le capital de main en main et l'ampleur des rachats d'actions (autant d'argent qui n'est pas investi dans la future croissance) coïncident toutes avec une hausse du « court-termisme »⁷. Ce qui ressort de cette étude, c'est que cette vision à court terme est une réaction à l'importance croissante que les investisseurs accordent aux bénéfices trimestriels et à d'autres ratios à court terme.

L'étude, publiée par la Harvard Business Review, conclut par ailleurs que les entreprises qui mettent l'accent sur le long terme affichent souvent de meilleurs ratios financiers que les sociétés court-termistes et qu'elles créent beaucoup plus d'emplois. Leur chiffre d'affaires et leurs bénéfices sont respectivement de 47 % et de 36 % plus élevés, elles génèrent 81 % plus de bénéfices économiques et ont 50 % plus de chances de se retrouver dans le premier quartile ou le premier décile de leur secteur⁸. L'étude montre l'importance de regarder si une entreprise affiche une vision à long terme et si elle se laisse influencer par les pressions trimestrielles avant d'investir. Les investisseurs adeptes de l'analyse fondamentale ont une meilleure compréhension de la stratégie des entreprises, du fait de toutes les recherches qu'ils effectuent et de leurs rencontres avec les dirigeants, si bien qu'ils sont davantage en mesure de repérer celles qui misent sur le long terme.

La croissance comme outil de repérage des entreprises axées sur le long terme

L'investisseur qui évalue la durabilité de la croissance des bénéfices aura davantage tendance à garder le cap sur le long terme. Il faut du temps pour élaborer et mettre en place des projets susceptibles de mener à une croissance constante des bénéfices. Cette dernière est par ailleurs un des éléments ayant le plus d'effet sur les rendements boursiers à long terme.

S&P 500 : indice des cours et bénéfices



Source : Bloomberg, au 31 décembre 2024.

De 1954 à 2024, le bénéfice par action (BPA) sur 12 mois du S&P 500 est resté presque parfaitement aligné sur la trajectoire de l'indice. On pourrait donc s'attendre à ce que les bénéfices et la croissance soient systématiquement recherchés par les investisseurs, compte tenu de l'ampleur de leur corrélation avec la hausse des actions. Les incitatifs annuels viennent toutefois modifier la perception qu'ils peuvent avoir de la valeur des entreprises. L'investisseur à long terme pourra estimer qu'un ratio boursier élevé se justifie pour une entreprise de premier plan, compte tenu de sa capacité à augmenter ses bénéfices et ses flux de trésorerie disponibles. Pour un gestionnaire de fonds rémunéré en fonction des rendements annuels, en revanche, un ratio boursier élevé pourra constituer un risque de baisse à court terme et il cherchera peut-être à éviter l'entreprise concernée. Autrement dit, l'entreprise qui a le temps de croître à la hauteur de son ratio boursier n'a de valeur que pour l'investisseur patient. C'est pour cette raison que la croissance exige une vision à long terme et que ces entreprises, malgré leur grande qualité, offrent autant d'occasions de placement.

Les analystes s'intéressent encore moins à la croissance des bénéfices sur les marchés internationaux. À titre d'exemple, 50 % des actifs en actions américaines cotées sont gérés selon une approche axée sur la croissance¹. La proportion n'est que de 20 % à 25 % sur les marchés internationaux¹. Cela signifie que les investisseurs ne se fient pas suffisamment à la croissance des bénéfices pour évaluer la stabilité et la prévisibilité des entreprises et que les occasions abondent d'autant plus pour les investisseurs patients.

De la patience pour profiter des occasions d'arbitrage temporel

La Stratégie de croissance internationale CIBC de Gestion d'actifs CIBC repose sur une approche patiente qui lui permet de profiter des occasions d'arbitrage temporel. Les neuf personnes qui composent l'équipe gèrent des actions internationales depuis plus de 20 ans. Nous utilisons un style de gestion ascendant, axé sur les titres de base de grande qualité avec une préférence pour la croissance, combiné à une méthode d'évaluation rigoureuse. Les investisseurs ont souvent tendance à attendre que la controverse passe avant d'investir dans des titres conformes à leur thèse à long terme; pour notre part, nous n'hésitons pas à investir pendant les controverses quand nous pensons qu'elles finiront par se régler. Nous produisons des analyses indépendantes, distinctes de la recherche de courtiers, procédons à des vérifications approfondies et conservons nos titres indéfiniment, ce qui nous confère un avantage unique. Nous suivons en permanence tout un ensemble d'actions de croissance de qualité dûment identifiées pour repérer les distorsions de cours. Nous sommes ainsi en mesure de déterminer si ces distorsions sont structurelles ou temporaires. N'étant pas soumis aux exigences de rendement trimestrielles ou annuelles que s'imposent les fonds de couverture et autres types d'investisseurs, nous pouvons nous permettre d'être patients. Nous investissons sur le segment sous-exploité des titres de croissance de qualité des marchés internationaux, ce qui nous confère une compréhension unique des occasions de croissance et nous oblige à adopter une vision à long terme. Notre stratégie peut ainsi profiter des occasions d'arbitrage temporel offertes par ces marchés. La Stratégie de croissance internationale CIBC est une solution idéale pour les répartiteurs à la recherche d'une approche de base à long terme.

À propos des auteurs



Ryan Diamant, CFA

gestionnaire de portefeuille de clients – Actions



Daniel Delany, CFA

cogestionnaire de portefeuille principal



Matthew Scherer, CFA

cogestionnaire de portefeuille principal



À propos de Gestion d'actifs CIBC

À Gestion d'actifs CIBC, nous croyons que chaque solution de placement personnalisée implique de la recherche et de la rigueur. Nous sommes spécialisés dans diverses solutions de placement, comme les actions, les titres à revenu fixe, la gestion des devises, l'investissement guidé par le passif, la répartition de l'actif et les placements responsables.

Dans toute notre gamme de solutions de placement, nous nous engageons à conduire des recherches de premier ordre. Des analystes sectoriels et régionaux spécialisés se concentrent sur la recherche sectorielle et la génération d'idées relatives à des titres en particulier. Nos professionnels en placements s'appuient sur une expertise vaste et diversifiée et partagent les résultats de recherches exclusives entre nos équipes spécialisées dans les différentes catégories d'actif. Cette communication de l'information entre équipes nous permet de maximiser les occasions d'ajouter de la valeur aux portefeuilles de nos clients.

Communiquez avec nous en tout temps

Pour en savoir plus sur Gestion d'actifs CIBC et nos solutions de placement, veuillez communiquer avec votre conseiller ou votre représentant CIBC. Pour en savoir plus, suivez-nous sur [LinkedIn](#).

[†] Daniel Delany et Matthew Scherer sont des conseillers en placement de CIBC Private Wealth Advisors Inc., un sous-conseiller de la Stratégie internationale de croissance CIBC offerte par GAC.

¹ eVestment Alliance, au 31 décembre 2024. Ont été pris en compte tous les gestionnaires institutionnels d'actions américains ayant publié leurs taux de rotation en date du quatrième trimestre de 2024.

² "EAFE" est une marque déposée de MSCI Inc., utilisée sous licence.

³ Bloomberg, au 31 décembre 2024.

⁴ Jefferies, « When the market moves the market », 2019, Shannon Murphy, Lily Calcagini et Anthony Pallone.

⁵ https://rpc.cfainstitute.org/sites/default/files/-/media/documents/article/position-paper/CFA-SHORT-TERMISM_Web.pdf

⁶ https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2837524

⁷ <https://msb.georgetown.edu/news-story/short-term-thinking-us-markets/>

⁸ <https://hbr.org/2017/05/the-data-where-long-termism-pays-off>

Les énoncés prospectifs comprennent des énoncés de nature prévisionnelle, qui dépendent d'événements ou de conditions futurs ou qui y font référence, ou qui comprennent des termes comme « s'attendre à », « prévoir », « compter », « planifier », « croire », « estimer » ou d'autres termes semblables. De plus, tous les énoncés qui peuvent être faits concernant le rendement futur, les stratégies ou les perspectives et les éventuelles mesures futures prises par le fonds sont aussi des énoncés prospectifs. Les énoncés prospectifs ne sont pas garants du rendement futur. Ces énoncés comportent des risques connus et inconnus, des incertitudes et d'autres facteurs qui peuvent faire en sorte que les résultats et les réalisations réels du fonds diffèrent sensiblement de ceux qui sont exprimés ou sous-entendus dans ces énoncés. Ces facteurs comprennent, sans s'y limiter, la conjoncture économique générale, les conditions de marché et des entreprises; les fluctuations des cours, des taux d'intérêt et des taux de change; les changements de la réglementation gouvernementale et les événements catastrophiques. La liste ci-dessus des facteurs importants qui peuvent influencer sur les résultats futurs n'est pas exhaustive. Avant de prendre des décisions de placement, nous vous invitons à examiner attentivement ces facteurs, ainsi que d'autres. Gestion d'actifs CIBC inc. (GAC) ou CIBC Private Wealth Advisors Inc. ("CPWA") ne s'engage pas, et décline expressément toute obligation, à mettre à jour ou à réviser tout énoncé prospectif, que ce soit à la suite de nouveaux renseignements, d'événements futurs ou autrement, avant la publication du prochain rapport de la direction sur le rendement du fonds.

Les opinions exprimées dans le présent document sont celles de GAC et CPWA, à la date de publication, à moins d'indication contraire, et peuvent changer en tout temps. GAC et CPWA n'assument aucune obligation ni responsabilité quant à la mise à jour de ces opinions. Ce document vise à donner des renseignements généraux et ne constitue aucunement des conseils financiers, fiscaux, juridiques, comptables ou de placement. Il ne doit être considéré ni comme des prévisions sur le rendement futur des marchés ni comme une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente des titres mentionnés. La situation personnelle de chacun et la conjoncture doivent être prises en compte dans une saine planification des placements. Toute personne voulant utiliser les renseignements contenus dans le présent document doit d'abord consulter son conseiller. Le présent document et son contenu ne peuvent être reproduits sans le consentement écrit de GAC ou CPWA. Le rendement passé peut ne pas se reproduire et n'est pas garant du rendement futur. ^{MD} CIBC Private Wealth Advisors Inc. est un conseiller en placement inscrit auprès de la Securities Exchange Commission des États-Unis et un conseiller international exempté auprès des organismes de réglementation canadiens. Le logo CIBC et « Gestion d'actifs CIBC » sont des marques déposées de la Banque CIBC, utilisées sous licence.

« Bloomberg® » est une marque de service de Bloomberg Finance L.P. et de ses sociétés affiliées, y compris Bloomberg Index Services Limited (« BISL »), l'administrateur des indices (collectivement, « Bloomberg »), que Gestion d'actifs CIBC inc. est autorisée à utiliser, à certaines fins, en vertu d'une licence. Bloomberg n'est pas affilié à Gestion d'actifs CIBC inc., et Bloomberg n'approuve, n'endosse, n'examine ni ne recommande les produits de Gestion d'actifs CIBC inc..