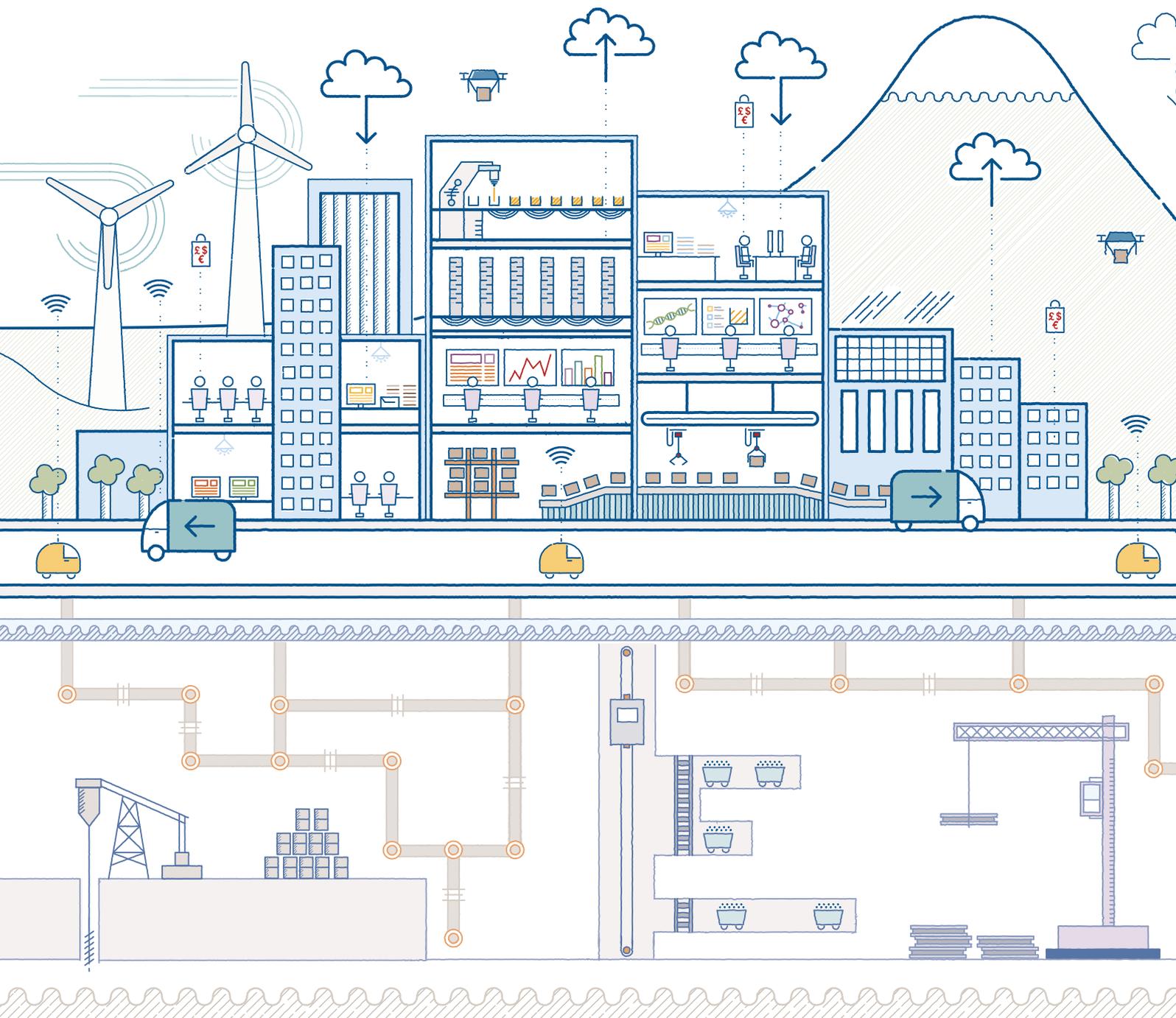
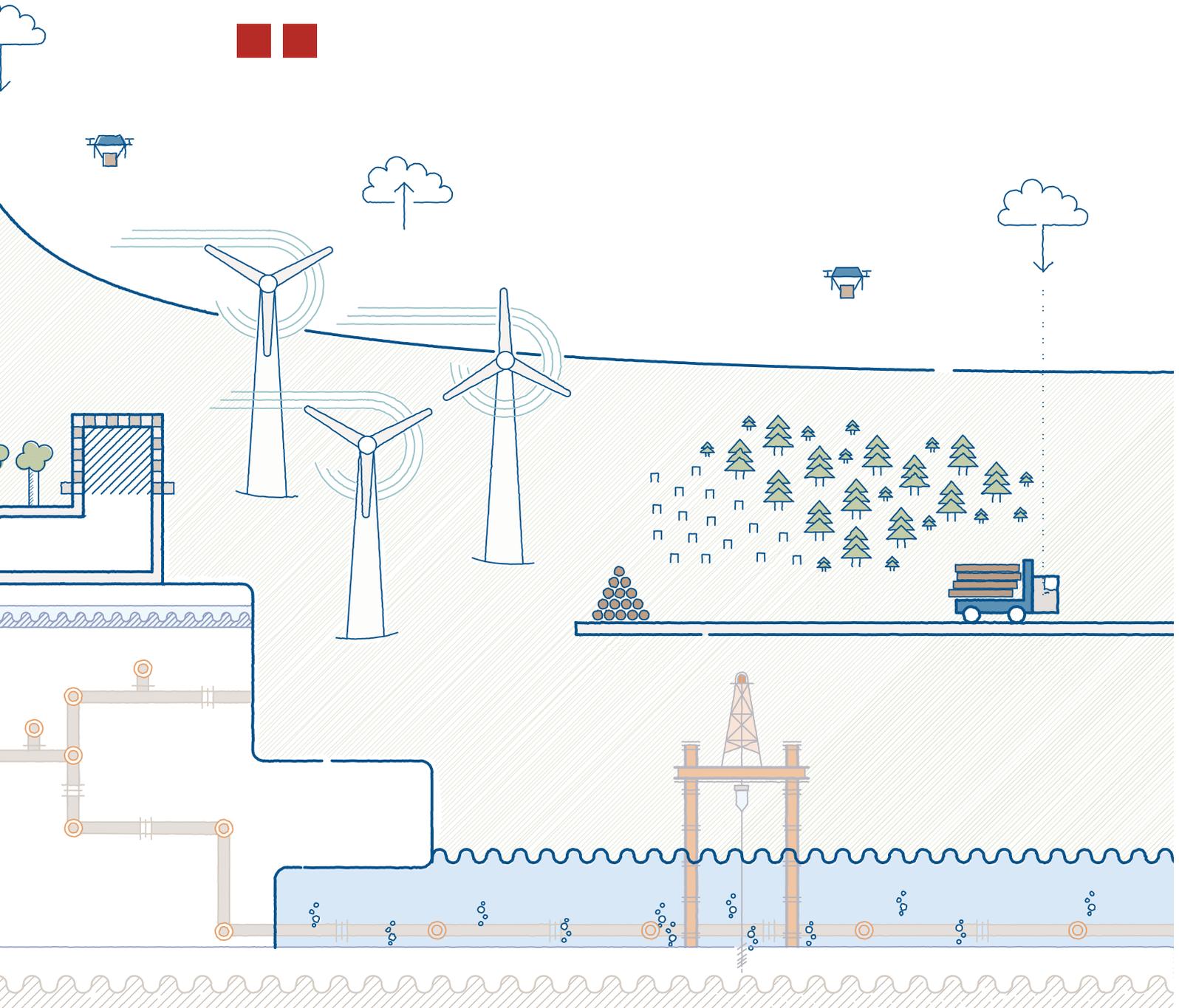


OÙ TROUVER LA CROISSANCE ?





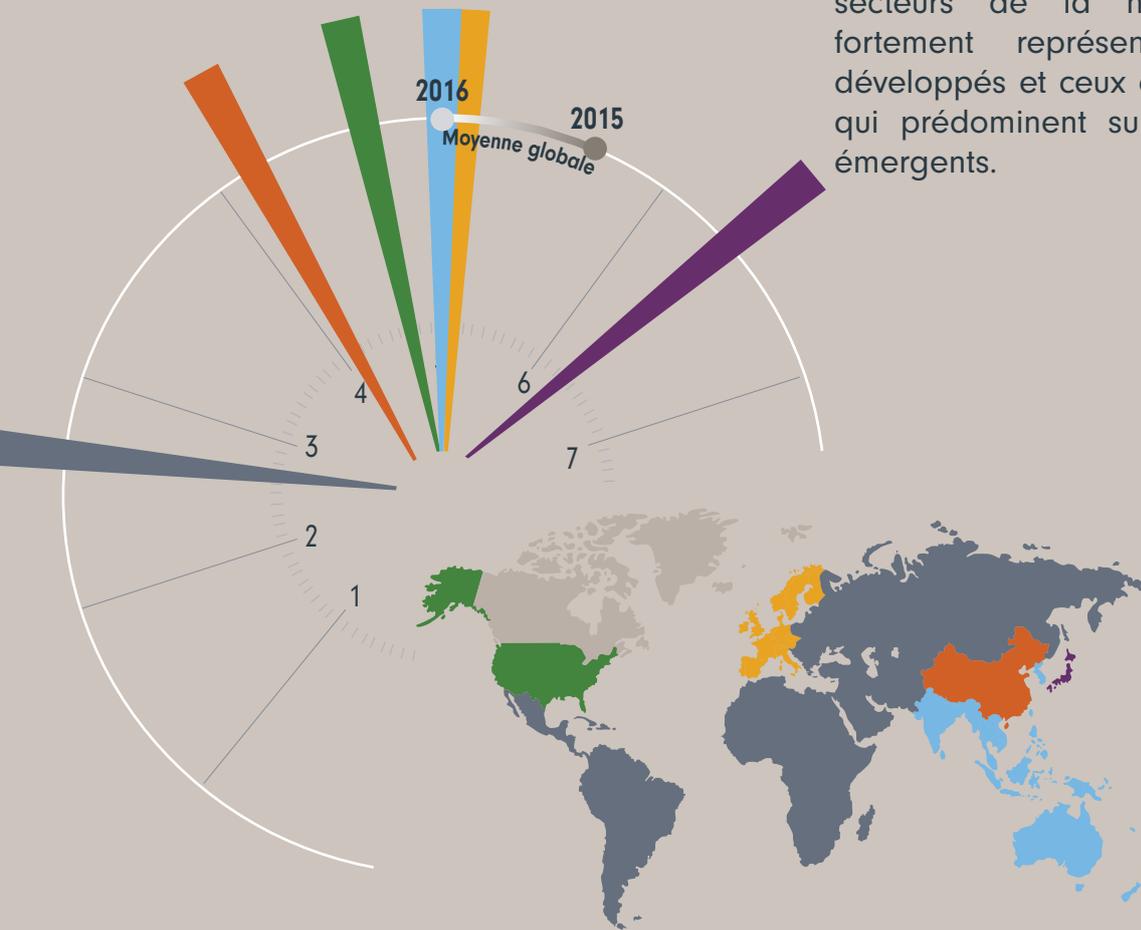
Notre étude n'est pas une analyse macroéconomique du climat des affaires qui serait basée sur des indicateurs officiels et des données largement diffusées publiquement. L'enquête annuelle auprès des analystes de Fidelity donne une version globale du sentiment des entreprises et compte parmi les rares qui sont menées directement à la source : elle est issue de 17 000 entretiens et analyses approfondies et offre une perspective riche et différenciée sur les régions et les secteurs économiques.



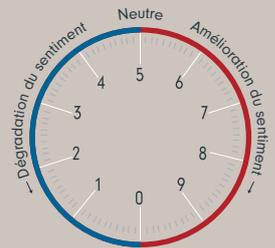
UN CYCLE ARRIVANT À MATURITÉ

Notre enquête 2016 met en évidence **un cycle arrivant à maturité et caractérisé par des risques nombreux**.

La croissance se raréfiant et l'innovation justifiant une prime, l'écart se creuse entre les secteurs de la nouvelle économie plus fortement représentés sur les marchés développés et ceux de la « vieille économie » qui prédominent sur de nombreux marchés émergents.



LÉGENDE : Indicateur composite de confiance



Nos indicateurs de confiance reposent sur la vision des analystes traduite par les cinq indicateurs clés qu'ils attribuent aux sociétés de leur univers. Les réponses vont de 1 à 10 (10 étant l'opinion la plus positive) et sont pondérées par rapport à la capitalisation boursière du secteur donné. L'indicateur ainsi obtenu est plus fiable qu'un chiffre en valeur absolue si l'on veut établir des comparaisons.

LÉGENDE : 5 indicateurs clés

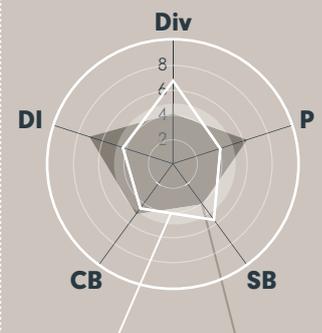
Div Dividendes

P Profits

SB Santé des bilans

CB Confiance des dirigeants

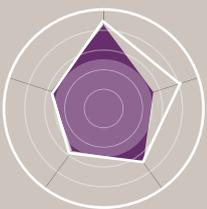
DI Dépenses d'investissement



Les notes 2015 sont indiquées par le pentagone blanc

Note Santé des bilans : 4/10

JAPON



6,3

Sentiment dopé par le potentiel de rattrapage des entreprises en termes de rentabilité

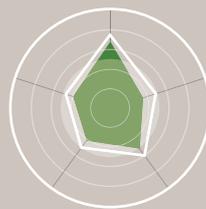
EUROPE



5,1

Progrès plus lents mais réguliers

ÉTATS-UNIS



4,7

Les fondamentaux des entreprises ne s'améliorent plus

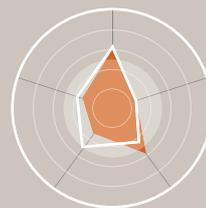
Asie Pacifique hors Chine et Japon



5,0

La stabilité des perspectives masque un ensemble hétérogène

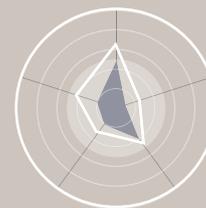
CHINE



4,1

Davantage d'ajustements des entreprises du fait de la transformation économique

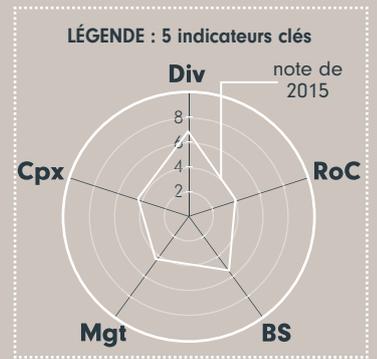
EMOA/
Amérique latine



2,7

Dégradation du climat des affaires compte tenu de la stagnation de la demande de dépenses d'investissement

« ANCIENNES » ET NOUVELLES ÉCONOMIES



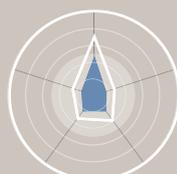
Les capacités excédentaires des secteurs de la « vieille économie » vont demeurer, ce qui donnera lieu à un nouvel ajustement douloureux et freinera la rentabilité. Les secteurs de la nouvelle économie se portent bien mieux, dopés par la résilience de la consommation et l'innovation continue. La montée des risques macroéconomiques contrebalance en partie l'amélioration des fondamentaux financiers.



2,1



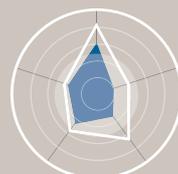
Énergie



2,5



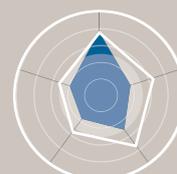
Matériaux



3,9



Services collectifs



4,8



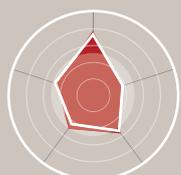
Industrie



5,2



Services financiers



5,3



Biens de conso. cyclique



5,4



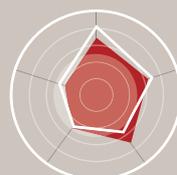
Télécommunications



5,5



Santé



5,8



Biens de conso. non-cyclique



6,2



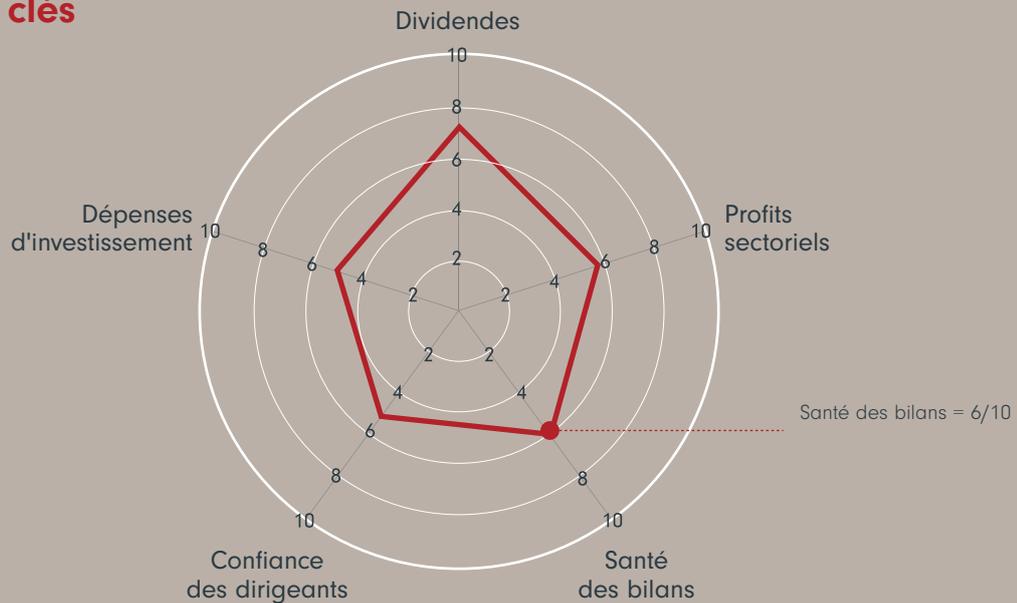
Technologie de l'information

LÉGENDE DES ILLUSTRATIONS ET GRAPHIQUES

Secteurs et sous-secteurs

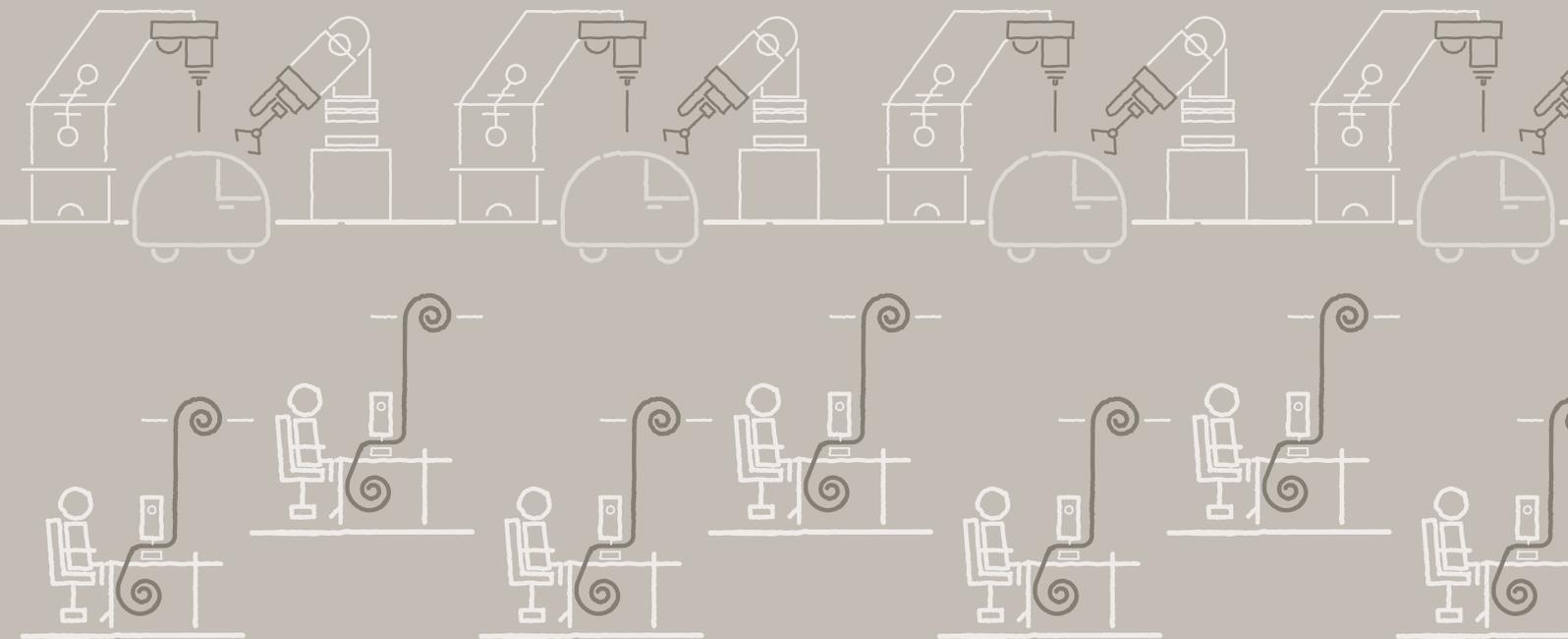
 Conso. cyclique	 Énergie	 Services financiers	 Santé	 Industrie	 Technologie de l'information	 Matériaux	 Conso. non-cyclique	 Télécommunications	 Services collectifs
 Distribution	 Banques	 Pharmacie, biotechnologies	 Biens d'équipement	 Logiciels et services informatiques	 Chimie	 Alimentation, boissons et tabac			
 Automobiles et pièces détachées	 Assurance	 Équipements et services médicaux	 Transports	 Matériel et équipement informatique	 Métaux et mines	 Distribution alimentaire et produits de conso. de base			
 Médias	 Finance diversifiée		 Services commerciaux et professionnels	 Semi-conducteurs et équipements connexes	 Autres matériaux	 Produits ménagers et de soin personnel			
 Biens de conso. durable et vêtements	 Immobilier								
 Services aux consommateurs									

Indicateur de confiance : 5 indicateurs clés



NOTRE ENQUÊTE 2016 MET EN ÉVIDENCE UN CYCLE ARRIVANT À MATURITÉ ET CARACTÉRISÉ PAR DE NOMBREUX RISQUES

- Ces deux dernières années, nos analystes avaient exprimé un certain optimisme ; désormais le sentiment paraît plus équilibré et annonce des perspectives stables pour les fondamentaux des entreprises.
- En Europe et aux États-Unis, les fondamentaux des entreprises demeurent quasiment inchangés par rapport à l'année dernière et ce sont les secteurs de la consommation, de l'innovation et des technologies qui ont le vent en poupe, tandis qu'au Japon, nos analystes détectent un potentiel d'amélioration.
- Cependant dans les secteurs de la « vieille économie » l'excédent d'offre continuera de peser sur les investissements en capital, une tendance accentuée par la transition économique de la Chine.
- Cela signifie que les marchés émergents ne sont pas encore tirés d'affaire et que la croissance deviendra de plus en plus difficile dans les pays développés.
- Après déjà un an de réduction des capacités, les secteurs de l'énergie, des matériaux et de l'industrie doivent s'attendre à de nouvelles baisses des dépenses qui menacent considérablement les marges.
- Le nouveau moteur de la croissance cette année sera la consommation, vecteur d'une innovation permanente qui transforme l'avenir des technologies et du secteur médical en particulier.
- Grâce au contexte réglementaire plus rigoureux, la finance repart sur de meilleures bases, mais la croissance, la liquidité et les cours pétroliers sont autant de risques qui pourraient réellement affecter l'ensemble de l'économie alors qu'ils bouleversent d'abord les marchés.
- Des moins optimistes aux plus pessimistes, les réponses de cette année sont plus prudentes et témoignent d'un accroissement des risques sans équivoque, auquel il faut ajouter les incertitudes grandissantes liées aux marchés émergents, à la Chine et au contexte géopolitique.
- Pourtant, la principale menace pour les fondamentaux des entreprises cette année est celle d'un ralentissement de la demande : enclenché par un fléchissement de la consommation, il pourrait ensuite être accentué par la faiblesse du pouvoir de fixation des prix des sociétés, les turbulences des marchés, les interventions des régulateurs et enfin des erreurs politiques.



SOMMAIRE



1 ENSEIGNEMENTS CLÉS 4

Un cycle de plus en plus complexe, arrivant à maturité	7
Opportunités parmi les secteurs « anciens » et « nouveaux »	7
Attention à la marche	8
Ajustement des capacités excédentaires	12
Innovation, consommation et finance : des thèmes qui se démarquent	14
Risques à la hausse	14

2 CONCLUSIONS PAR RÉGION ET PAR SECTEUR 16

Japon : le meilleur potentiel d'amélioration	17
États-Unis : un cycle à maturité qui certes, n'impose pas	20
Europe : une croissance lente, mais régulière	23
Chine : la croissance ralentit mais ne s'effondre pas	26
Résorption des capitaux excédentaires dans l' énergie , les matériaux , l' industrie et les services collectifs	29
Opportunités d'innovation dans les technologies de l'information et la santé	32
Le soutien des secteurs de la consommation	35
Des services financiers en pleine évolution	38

3 MULTIPLICATION DES RISQUES 42

La montée de l'incertitude et de la complexité	43
Troubles géopolitiques	43
Demande : le risque ultime	46

ANNEXE 1 48

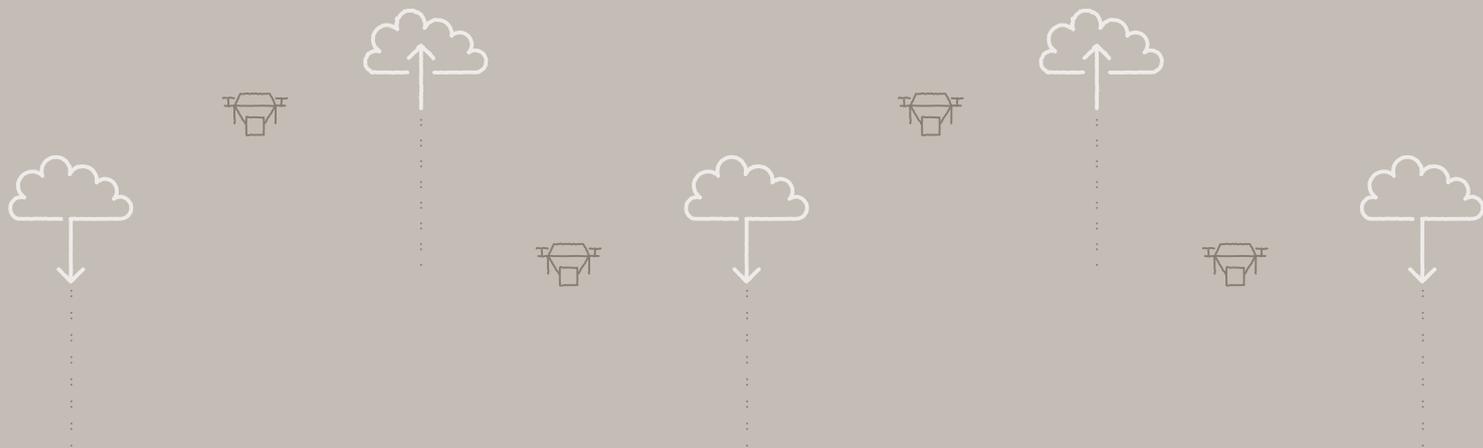
POURQUOI LA RECHERCHE EST-ELLE ESSENTIELLE ?

Pour identifier les meilleures opportunités	49
Données historiques de l'enquête	50
Transformer une vision en investissements	52
Notre plateforme de recherche en chiffres	53

ANNEXE 2 54

POSITIONNEMENT ACTUEL DES ANALYSTES

À PROPOS DE FIDELITY INTERNATIONAL 56



ENSEIGNEMENTS CLÉS

Chaque année, nous interrogeons tous nos analystes actions et crédit au sujet des fondamentaux des entreprises dont ils assurent la couverture. Les valorisations ou le mode de fixation des prix sur les marchés ne nous intéressent pas, car ce sont des éléments très sensibles aux variations de confiance ; en revanche, nous nous concentrons sur les conditions d'activité sous-jacentes qui déterminent les succès, mais aussi les difficultés des entreprises : nous voulons appréhender leur capacité d'évolution et de développement tout comme les obstacles auxquels elles sont confrontées et les facteurs qui menacent leur compétitivité.

Nous obtenons ainsi un bilan de la situation dans les différents secteurs et différentes régions du globe entièrement fondé sur une approche bottom-up, ce qui n'est pas courant pour ce type d'enquêtes. Il ne s'agit pas d'une analyse macroéconomique du climat des affaires qui serait basée sur des indicateurs officiels et des données largement diffusées publiquement.

À l'inverse, c'est une mesure de confiance qui s'appuie sur la richesse de nos analyses ainsi que sur nos rencontres avec les entreprises ; nous disposons ainsi d'un panorama global façonné par 17 000 entretiens avec des dirigeants et d'innombrables heures de recherche interne effectuées par nos analystes qui couvrent l'ensemble des secteurs et des régions du monde. Au milieu d'un océan d'études top down, nous offrons un véritable aperçu bottom-up

des perspectives du secteur privé en nous basant sur les conversations de nos analystes avec les PDG, les directeurs financiers et les responsables de département des entreprises qu'ils couvrent.

Un grand nombre de nos questions portent sur les perspectives 2016 en comparaison avec les conditions de 2015 : par conséquent, si ces conditions étaient bonnes l'année dernière, une réponse « stable » indique qu'elles devraient le rester cette année. Cela explique pourquoi les résultats obtenus pour les États-Unis sont « moins bons » que ceux du Japon, par exemple, étant donné que les fondamentaux des entreprises américaines sont déjà solides depuis quelques années alors que ce n'est pas le cas pour les sociétés japonaises, qui ont encore une marge d'amélioration.



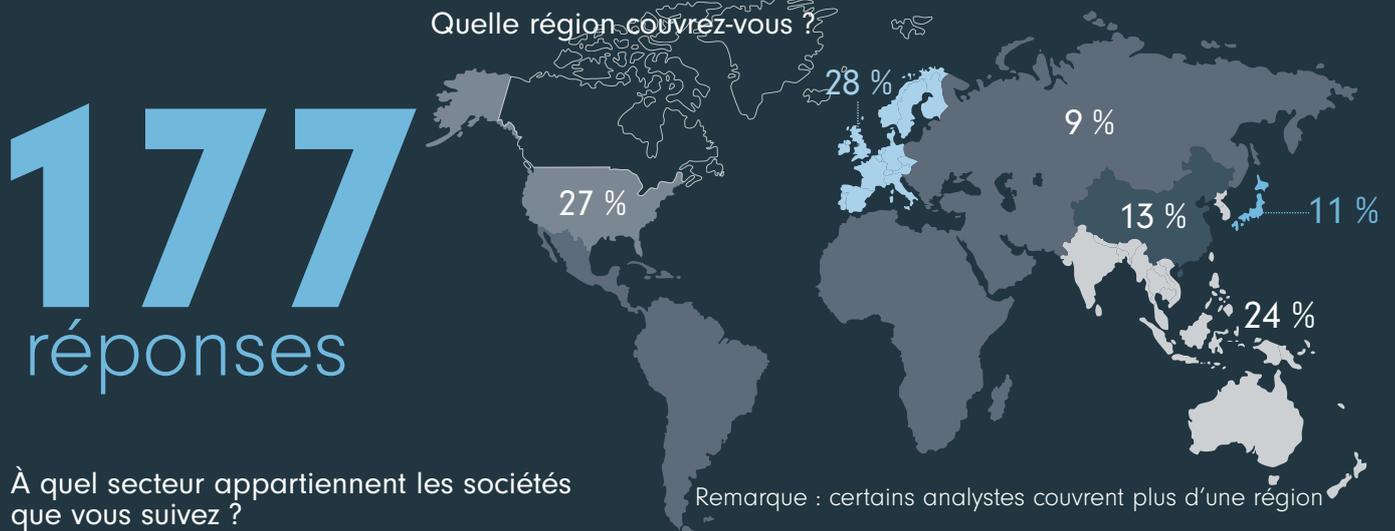
Les marchés du crédit témoignent d'inquiétudes croissantes quant à la liquidité et les risques de défaut à mesure que le cycle arrive à maturité. Toutefois, le ralentissement de la croissance économique mondiale, la baisse des prix des matières premières et l'endettement toujours important des pays développés vont plafonner les taux d'intérêt dans le monde entier. En nous guidant à travers ces perspectives complexes, nos analystes nous apportent une aide très précieuse.



John Ford
CIO Monde, Obligations, Diversifié et Immobilier

LES RÉSULTATS

LES ANALYSTES



À quel secteur appartiennent les sociétés que vous suivez ?



CONFIANCE ET DÉPENSES D'INVESTISSEMENT

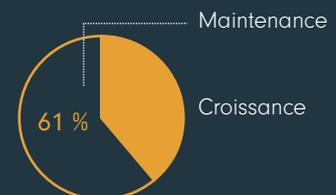
Quel est le degré de confiance des équipes dirigeantes de votre secteur pour investir dans leur activité par rapport à l'année dernière ?



Dans quelle mesure les projets d'investissement organique des entreprises que vous suivez pour les 12 prochains mois ont-ils évolué par rapport aux 12 derniers mois ?



Donnez une répartition en pourcentage entre les dépenses d'investissement de croissance et de maintenance pour les 12 prochains mois.



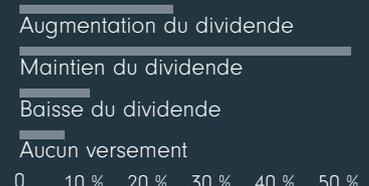
Comment cette répartition des dépenses d'investissement a-t-elle évolué par rapport aux 12 mois précédents ?



Comment les besoins en fonds de roulement devraient-ils évoluer pour les sociétés que vous suivez dans les 12 prochains mois ?



Quelle devrait être la politique des entreprises que vous suivez en matière de dividende au cours des 12 prochains mois ?



UN CYCLE DE PLUS EN PLUS COMPLEXE, ARRIVANT À MATURITÉ

2016 sera-t-elle l'année de la rupture par rapport aux années précédentes ? Alors que beaucoup d'investisseurs s'interrogent quant à la trajectoire future des économies et des entreprises, notre enquête annuelle arrive à point nommé.

Les résultats indiquent clairement que le cycle arrive à maturité et se caractérise par une montée des risques, dans un climat d'investissement de plus en plus complexe. Globalement, nos analystes identifient des fondamentaux d'entreprises plus faibles et se montrent moins optimistes que l'an passé. C'est une tendance qui transparaît dans tous les indicateurs clés de notre enquête. Globalement, on s'attend à ce que les profits des entreprises des différents secteurs soient un peu plus bas que l'an passé, parallèlement au repli de la confiance des équipes dirigeantes. Celles-ci réduiront probablement encore leurs dépenses et les prévisions de dividendes sont nettement revues à la baisse pour les entreprises liées à l'énergie, aux matériaux et aux services collectifs.

Dans l'ensemble, l'endettement devrait se maintenir aux mêmes niveaux que l'année dernière, mais la situation variera d'une région à l'autre avec une hausse des dettes des entreprises dans la zone EMOA, en Amérique latine et aux États-Unis (en raison des difficultés des secteurs de l'énergie et des matières premières). Même tendance à prévoir du côté de la solidité des bilans : viables en moyenne en Europe et aux États-Unis (gestion moins prudente), mais plus mitigés en région EMOA et en Amérique latine. Le cycle du crédit arrivant à maturité, il faut s'attendre à une hausse des taux de défaut quasiment partout dans le monde à l'exception du Japon, et la tendance sera particulièrement visible en Chine, en zone EMOA/Amérique latine et aux États-Unis. Après déjà un an de réduction des capacités, les entreprises des secteurs de l'énergie, des matériaux et de l'industrie devront ajuster davantage leurs activités et leurs projets, et baisseront donc probablement encore leurs dépenses. À noter qu'une grande partie de la réduction des capacités sera difficile (ou longue) à remettre en place même en cas de rebond considérable du prix du pétrole ou d'autres matières premières.



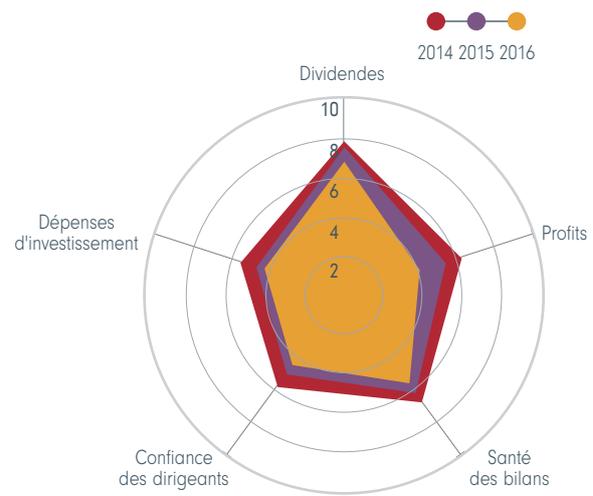
La croissance étant rare, les marchés seront prêts à payer le prix pour l'innovation, ce qui nécessite une approche d'investissement active.



Dominic Rossi
CIO Monde, Actions

PAR RAPPORT À L'ANNÉE DERNIÈRE, LES INDICATEURS REFLÈTENT MOINS D'OPTIMISME DE LA PART DE NOS ANALYSTES

AS
16



OPPORTUNITÉS PARMI LES SECTEURS « ANCIENS » ET « NOUVEAUX »

Cette vision d'ensemble est loin d'être exhaustive, et un coup d'œil plus en détail nous a permis d'identifier plusieurs tendances majeures qui devraient marquer 2016. La divergence entre marchés émergents et développés est appelée à perdurer, tout comme l'écart qui se creuse entre les secteurs de la production manufacturière et ceux des services. Le nouveau moteur de la croissance cette année sera la consommation, vecteur d'une innovation permanente qui transforme l'avenir des technologies et du secteur médical en particulier. De même, après plusieurs années de « vaches maigres » imposées par la réglementation, les sociétés financières sont souvent en meilleure position qu'on pourrait le croire. Parmi toutes ces tendances, les recherches de terrain menées par nos analystes aident à détecter des opportunités précieuses.



L'une des principales tendances que met en évidence notre enquête est le creusement de l'écart entre pays émergents et développés : celui-ci prend en effet de plus en plus d'importance d'une part parce que les fondamentaux des marchés développés résistent raisonnablement bien, et d'autre part parce que les obstacles à la croissance des pays émergents s'intensifient.



ATTENTION À LA MARCHÉ

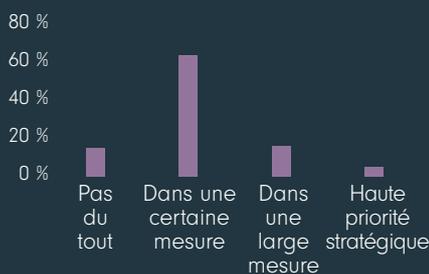
L'une des principales tendances que met en évidence notre enquête est le creusement de l'écart entre pays émergents et développés : celui-ci prend en effet de plus en plus d'importance d'une part parce que les fondamentaux des marchés développés résistent raisonnablement bien, et d'autre part parce que les obstacles à la croissance des pays émergents s'intensifient. L'année dernière, notre enquête avait prédit que les fondamentaux des entreprises allaient soutenir la croissance sur les marchés développés, mais qu'en revanche il fallait certainement s'attendre à une détérioration importante sur le front des économies émergentes liées aux matières premières. Cette année, plusieurs pays émergents sont encore dans l'œil du cyclone et devront donc être appréhendés avec la plus grande prudence.

Une nouvelle fois, c'est envers le **Japon** que le sentiment est le plus favorable, le pays obtenant un score de 6,3. Un succès qui confirme l'amélioration lente mais régulière de la gouvernance des entreprises orchestrée par la troisième flèche du plan « Abenomics » : grâce à ce dernier, les analystes anticipent une embellie des indicateurs axés sur la création de valeur pour l'actionnaire et la rentabilité du capital. Par rapport aux marchés occidentaux, les profits des secteurs japonais apparaissent toujours à la traîne et confrontés à de nombreux défis, bénéficiant ainsi d'une certaine manière d'un potentiel de rattrapage. (Cela pourrait également expliquer l'optimisme un peu moins marqué des analystes comparé au score de 7,1 qu'ils avaient attribué l'année dernière, quand les tout premiers effets des réformes commençaient à se faire ressentir). À long terme, en revanche, ce potentiel d'amélioration est de bon augure pour les investisseurs et pour l'économie.

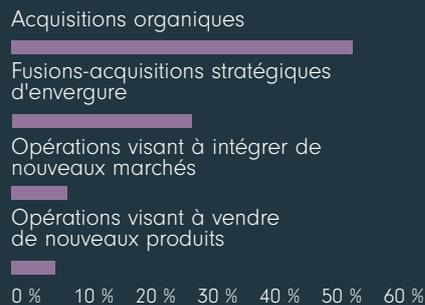
Nos analystes se montrent un peu plus prudents en ce qui concerne l'**Europe** et les **États-Unis**, où les fondamentaux devraient selon eux rester comparables à l'année dernière, possiblement avec une amélioration en Europe et une dégradation modeste aux États-Unis. Il s'agit-là d'une conclusion importante qui signale que le cycle économique arrive à maturité dans les deux régions, sans toutefois parvenir à son terme. La situation détaillée offre un aperçu beaucoup plus parlant et met en évidence d'importants bouleversements ainsi que des pressions sur le pouvoir de fixation des prix qui contrastent avec la résistance de la consommation. L'innovation est un moteur de croissance majeure notamment dans la technologie de l'information et la santé, mais aussi dans d'autres secteurs tels que la finance et les médias. Parallèlement, l'innovation s'accompagne souvent de ruptures et ne fait pas que des gagnants. Les difficultés du secteur des matières premières s'étendent aux entreprises de l'industrie et des services collectifs, entraînant des coupes radicales dans les dépenses, alors que celles-ci parviennent à peine à soulager des bilans très endettés pour un grand nombre de sociétés liées à l'énergie. À l'inverse, les secteurs de la consommation bénéficient d'un ensemble de tendances macroéconomiques qui les aident à se développer : faiblesse des coûts de production (notamment de l'énergie), hausse lente, mais régulière, des salaires, qui renforce le pouvoir d'achat procuré par la baisse des prix de l'essence depuis 2014, et politiques budgétaires globalement favorables ; les entreprises qui profitent de ces conditions présentent des bilans solides leur permettant d'accroître leurs dividendes.

FUSIONS-ACQUISITIONS

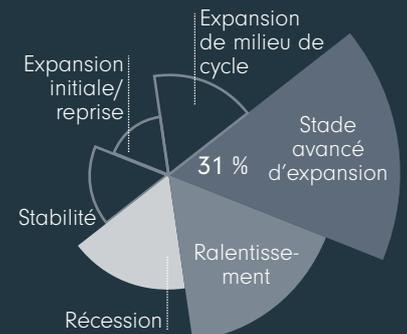
Dans quelle mesure les entreprises que vous suivez privilégient-elles les opérations de fusion-acquisition pour se développer au cours des 1 à 2 ans à venir ?



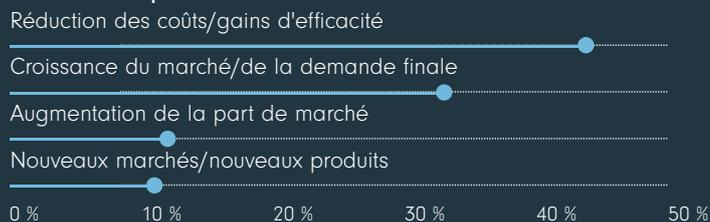
Quel type d'opérations de fusion-acquisition devrait prédominer ?



À quelle étape de son cycle votre secteur se trouve-t-il ?



Quels seront selon les dirigeants de votre secteur les principaux moteurs de croissance des bénéfices pour leurs entreprises ?

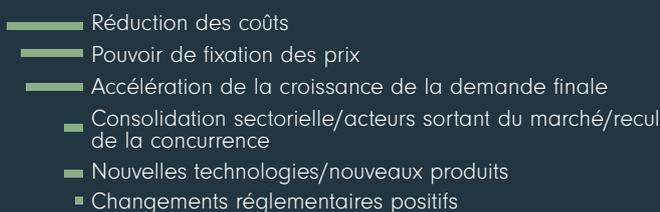


RENTABILITÉ DU SECTEUR

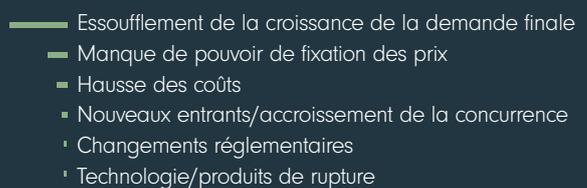
Quelles sont les perspectives globales de rentabilité dans votre secteur pour les 12 prochains mois par rapport aux 12 mois écoulés ?



Quelle est la cause principale des bénéfices en hausse ?

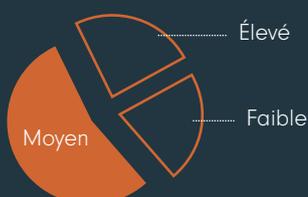


Quelle est la cause principale des bénéfices en baisse ?

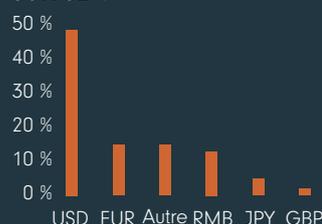


DEVISES

Quel est le niveau de volatilité des devises anticipé par les entreprises que vous suivez ?

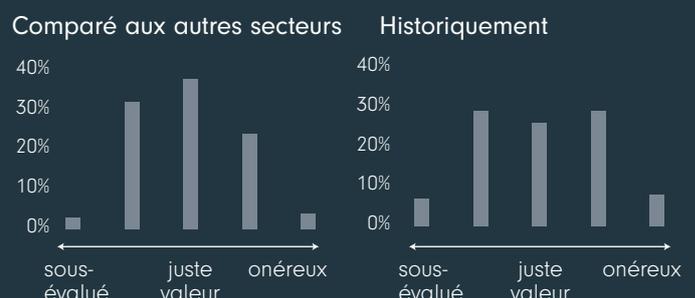


Quelle est la devise dont la volatilité concerne le plus les entreprises que vous suivez ?



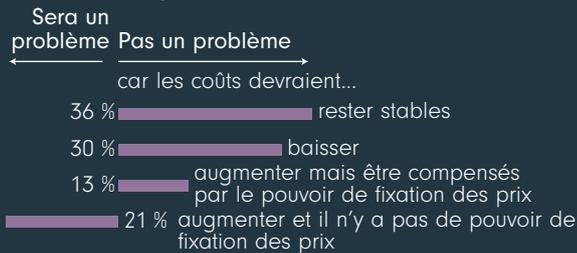
VALORISATIONS

Où situez-vous votre secteur aujourd'hui par rapport à votre estimation de juste valeur ?

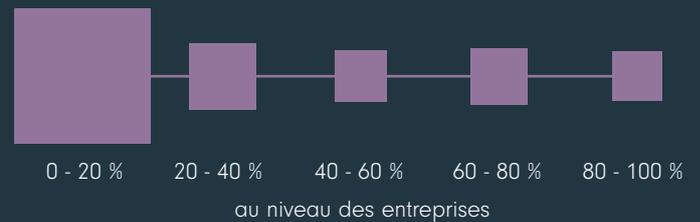


COÛTS

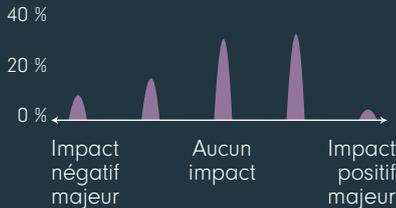
Dans quelle mesure l'inflation du coût des facteurs de production sera-t-elle un problème pour les entreprises que vous suivez au cours des 24 prochains mois, en comparaison avec les 24 mois précédents ?



Parmi les sociétés que vous suivez, combien comptent augmenter leur masse salariale au cours des 12 prochains mois ?



Quel sera l'impact sur votre secteur si les prix de l'énergie restent faibles ?



Quelles sont les perspectives de hausse des coûts salariaux dans votre secteur pour les 12 prochains mois, par rapport aux 12 mois écoulés ?



LÉGENDE



MARKETING

Les entreprises que vous suivez envisagent-elles plutôt une augmentation ou une réduction des dépenses marketing sur les 12 prochains mois ?



À quoi ces dépenses seront-elles consacrées ?



Pourquoi cette baisse des dépenses ?



Remarque : le chiffre indiqué correspond au nombre d'analystes ayant formulé la réponse, et pas à leur pourcentage

Technologie de l'information

Les entreprises que vous suivez envisagent-elles plutôt une augmentation ou une réduction des dépenses IT sur les 12 prochains mois ?



À quoi ces dépenses seront-elles consacrées ?



Quels domaines font l'objet d'une baisse des dépenses ?



Remarque : le chiffre indiqué correspond au nombre d'analystes ayant formulé la réponse, et pas à leur pourcentage

La situation est plus inquiétante à travers les marchés émergents et appelle donc à une plus grande prudence. Les économies les plus durement frappées sont celles qui dépendent des matières premières, principalement situées au **Moyen-Orient**, en **Afrique** et en **Amérique latine**. C'est d'ailleurs ce que prévoyait notre enquête de l'an passé, qui annonçait une dégradation des fondamentaux des entreprises de ces régions, et à l'heure actuelle, peu de signes laissent supposer que la tendance soit proche de s'inverser. La note de 2,7 attribuée par nos analystes montre que la plupart d'entre eux s'attendent à une dégradation supplémentaire.

L'indicateur de sentiment envers la **Chine** baisse lui-aussi, mais dans une bien moindre mesure : passant de 4,4 à 4,1, il témoigne d'un pessimisme un peu plus marqué que l'an dernier, nos analystes prévoyant une détérioration des conditions pour les entreprises. Ce sentiment coïncide avec les anticipations du marché, qui table sur un ralentissement continu de la croissance en Chine à mesure que l'économie se rééquilibre en faveur de la consommation, entraînant d'importants ajustements au sein des secteurs manufacturiers. La performance attendue dans le secteur industriel est en baisse, mais l'activité monte en gamme et la Chine devient vite plus compétitive. En se séparant de métiers à faible valeur ajoutée, l'Empire du Milieu acquiert les outils nécessaires pour se mesurer à toute la chaîne de production, y compris à des niveaux exigeant des technologies avancées et des expertises pointues ; en contrepartie (et au fil du temps), ces nouvelles conditions dopent la base de consommation du pays, son pouvoir d'achat et sa compétitivité dans les secteurs sophistiqués. Si cette transformation s'accompagne de nombreuses opportunités prometteuses, la route n'en est pas moins sinueuse et la dynamique de croissance globale doit nécessairement ralentir (ne serait-ce que parce qu'elle avait atteint des niveaux très élevés).

Les conclusions sont assez diverses dans le reste de la région **Asie Pacifique** (hors Chine et Japon mais incluant l'Australie). Dans l'ensemble, les analystes sont moins optimistes que l'année dernière, (ils prévoyaient alors une amélioration modeste des fondamentaux des entreprises) et leurs perspectives sont maintenant quasiment neutres. Au sein de la région, la situation est très hétérogène. Par exemple, en Inde, nos analystes identifient toujours de nombreuses opportunités d'investissement soutenues par l'esprit d'entreprise, les réformes économiques, la rénovation des infrastructures et les tendances démographiques. Les entreprises technologiques de Taïwan et de Corée du Sud bénéficieront de la faiblesse des coûts de production, tandis que des économies comme le Vietnam, le Laos, le Cambodge ou le Myanmar seront avantagées par le transfert d'activités manufacturières à faible valeur ajoutée dont se sépare la Chine. En revanche, de plus grands pays comme l'Indonésie et la Malaisie pâtissent du ralentissement de la croissance chinoise, de la faiblesse des prix des matières premières et de la rigidité d'institutions peu enclines à réformer et à améliorer la gouvernance.

AJUSTEMENT DES CAPACITÉS EXCÉDENTAIRES

La faiblesse persistante des prix du pétrole et d'autres matières premières a poussé les secteurs de l'énergie et des matériaux à réduire drastiquement leurs dépenses, dans un processus qui ne sera pas facile à inverser. Au départ, beaucoup d'entreprises ont essayé de résister à la tempête en gérant prudemment leurs flux de trésorerie, mais seules les plus riches, les plus diversifiées et celles qui bénéficient d'une intégration verticale peuvent y parvenir : en conséquence, la maintenance et les nouveaux projets ont été considérablement revus à la baisse. Ce processus devrait permettre de résoudre les problèmes de capacités excédentaires dont souffrent ces deux secteurs. Nos analystes estiment que celles-ci disparaîtront du secteur énergétique pendant le second semestre de l'année, mais que dans d'autres secteurs, l'ajustement des capacités risque de durer plus longtemps.

Douze mois de baisse des activités dans l'énergie et les matières premières laissent également des stigmates dans d'autres secteurs : ainsi, le sentiment envers l'industrie et les services collectifs est passé de « confiant envers les perspectives de croissance » l'année dernière à « inquiet d'une dégradation des perspectives » cette année. Cela se voit notamment dans la vision qu'ont nos analystes de la confiance des dirigeants, des projets de dépenses et de performance des secteurs. Les dépenses dans l'énergie représentent une grande partie de l'ensemble des dépenses d'investissement, si bien que les réductions des commandes de biens d'équipement des entreprises énergétiques ont d'importantes répercussions sur les sociétés industrielles qui produisent ces équipements,

ainsi que sur les fournisseurs des entreprises de l'énergie et des matières premières. À l'inverse, on constate également un essor « peu consommateur en capitaux » dans ce que l'on appelle souvent l'économie « dématérialisée » : beaucoup d'entreprises ont besoin de moins en moins d'équipements pour produire plus et les nouvelles technologies dopent la productivité sans nécessiter d'investissements importants. De plus, par rapport à d'autres produits, les biens d'investissement deviennent moins chers. Lors des cycles précédents, la baisse des investissements aurait fait reculer la part des bénéficiaires, mais dans ce cycle, les entreprises semblent moins affectées par leurs faibles niveaux de dépenses d'investissement : maintenir un certain niveau de retour aux actionnaires et de rentabilité semble simplement nécessiter moins d'investissement en capital. Cela signifie donc que même les entreprises qui produisent des biens de consommation réduisent leurs dépenses ; en réalité, les seuls secteurs qui continuent d'accroître leurs dépenses depuis un an sont la santé, la technologie de l'information et les télécommunications.

Naturellement, la faiblesse de la production industrielle et manufacturière est manifeste au niveau des statistiques macroéconomiques, mais ces données sont rétrospectives, et notre enquête nous montre qu'il faudra très longtemps pour assainir les excès liés à des années d'excès d'investissement. Il faudrait peut-être même des années entières de restrictions pour renouer avec la rigueur nécessaire en termes de coûts et d'investissement pour obtenir l'équilibre entre l'offre et la demande, notamment sur les marchés émergents qui concentrent un grand nombre d'entreprises liées aux matériaux et aux matières premières.



Naturellement, la faiblesse de la production industrielle et manufacturière est manifeste au niveau des statistiques macroéconomiques, mais ces données sont rétrospectives, et notre enquête nous montre qu'il faudra très longtemps pour assainir les excès liés à des années d'excès d'investissement.



BILAN ET COÛTS DE FINANCEMENT

Comment devrait évoluer l'endettement des entreprises que vous suivez au cours de l'année à venir ?



Si l'endettement augmente, quel sera le principal facteur ?



Comment décririez-vous la gestion globale des bilans des entreprises de votre secteur ?



Quel choix les sociétés devraient-elles faire pour approvisionner leur bilan cette année par rapport à l'année dernière ?



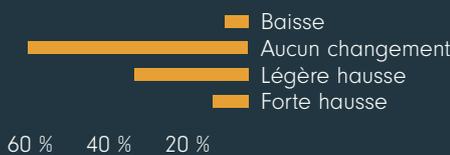
Comment les coûts de financement devraient-ils évoluer dans les 12 prochains mois pour les sociétés que vous suivez en fonction de la qualité du crédit ?



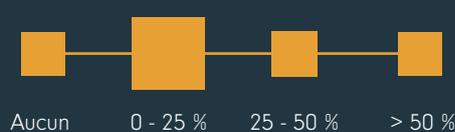
Si une hausse est prévue, quelle solution les sociétés devraient-elles adopter ?



Quelle sera selon-vous l'évolution du taux de défaut dans votre secteur par rapport à l'année dernière ?



Quel pourcentage des sociétés que vous suivez devra lever des capitaux dans les 12 prochains mois, par le biais des marchés actions ou obligataires ?

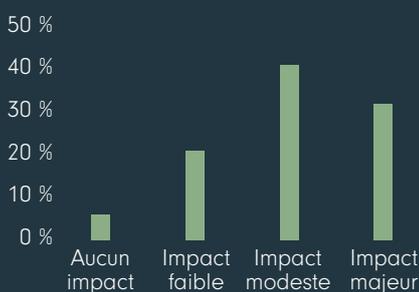


Quel impact le vieillissement de la population devrait-il avoir sur les entreprises que vous suivez dans les 10 prochaines années ?



RÉGLEMENTATION ET GOUVERNANCE D'ENTREPRISE

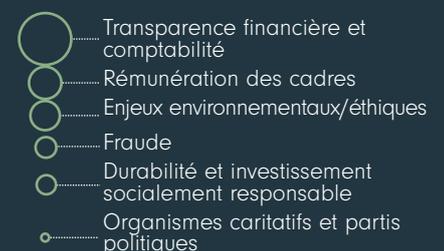
Quel impact aura la réglementation sur votre secteur dans les deux prochaines années ?



En cas d'impact, est-il déjà intégré dans les valorisations ?



En matière de gouvernance, quel aspect fait l'objet du contrôle le plus strict dans les entreprises que vous suivez ?



INNOVATION, CONSOMMATION ET FINANCE : DES THÈMES QUI SE DÉMARQUENT

S'il est évident que les ajustements d'offre dans les secteurs de la « vieille » économie pèsent sur les prévisions de nos analystes, nous continuons cependant d'identifier des opportunités potentielles dans d'autres activités au sein de trois thèmes principaux. Le premier est celui de l'innovation. Rares sont les secteurs qui ne sont pas bouleversés par les nouvelles technologies ou par des inventions, des découvertes et de nouveaux business models, et ces transformations peuvent avoir des effets sur leurs parts de marché et leur pouvoir de fixation des prix. À cet égard, les secteurs les plus concernés sont la **technologie de l'information** et la **santé**. Dans ces secteurs, il faut effectuer une analyse approfondie, car il peut exister des écarts importants entre les entreprises qui s'approprient l'innovation et celles qui se font devancer ; pourtant cette situation crée de nombreuses opportunités pour les investisseurs capables de séparer dès le départ « le bon grain de l'ivraie ».

Deuxième thème prometteur, celui de l'apparition de la consommation des pays développés comme moteur de croissance. Sur ces marchés, le pouvoir d'achat des consommateurs est dopé par la faiblesse des prix de l'énergie et de l'inflation de manière générale, mais aussi par la bonne orientation de l'immobilier, la croissance des salaires (même

si celle-ci est très modeste) et la reprise des marchés de l'emploi. Par conséquent, la confiance des dirigeants d'entreprise des secteurs des **biens de consommation non-cyclique** et des **biens de consommation cyclique** est devenue neutre, et nos analystes ne prévoient plus de baisse de la confiance comme l'année dernière. De même, dans ces secteurs, les embauches devraient être plus élevées que dans tous les autres, excepté la technologie de l'information. Les profits des entreprises liées aux biens de consommation non-cyclique vont probablement s'améliorer grâce à la hausse du pouvoir de fixation des prix des sociétés et de la demande. Les analystes nous ont confié que selon les chefs d'entreprise, la croissance de la demande sera d'ailleurs la principale source de progression des bénéfices. Grâce à la solidité de leurs bilans et à la baisse de l'endettement, les entreprises de la consommation n'ont pas besoin de lever beaucoup de capitaux. En outre, comme elles réduisent légèrement leurs dépenses, elles bénéficient d'une marge de manœuvre suffisante pour maintenir, voire augmenter leurs dividendes.

Enfin, le dernier thème qui semble avoir le vent en poupe est celui de la **finance**. Ce secteur est en train de changer sous l'effet des assainissements des bilans et des réglementations plus rigoureuses ;

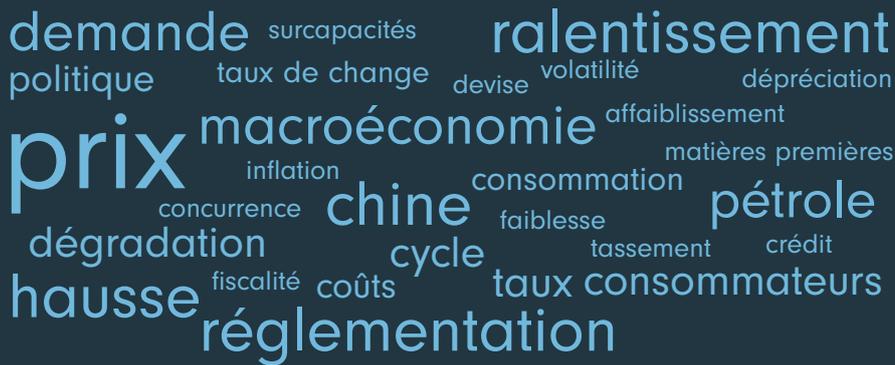
conséquence, les sociétés sont financièrement plus robustes et moins endettées, et cela se ressent dans les résultats de notre enquête. Toutefois, le secteur est toujours confronté à des risques importants, notamment le ralentissement de la croissance et des perspectives d'inflation, diverses formes d'exposition aux sociétés énergétiques, et enfin la baisse de la liquidité du marché obligataire. Un accès de faiblesse au niveau des sociétés financières risquerait par ailleurs d'affecter l'économie réelle, car de nombreux mécanismes de transmission peuvent transformer les inquiétudes des marchés en prophéties auto-réalisatrices. Sans surprise, la réglementation devrait rester un thème majeur, mais elle peut soutenir les performances à moyen terme dans le sens où elle incite les entreprises à accroître leurs réserves de fonds propres. Les analystes font état d'une plus grande sensibilité à l'innovation et à la rupture (par exemple au niveau de la « fintech » ou technologie financière) qui pourrait motiver une hausse des dépenses informatiques mais qui n'a pas encore d'impact important sur les profits.

RISQUES À LA HAUSSE

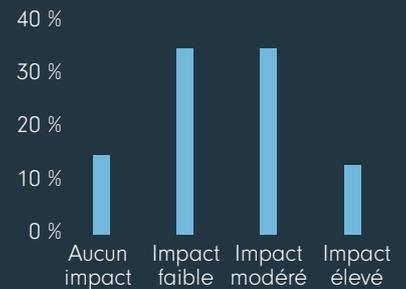
Les risques se multiplient par rapport aux années précédentes, et d'une manière générale, les analystes se montrent plus prudents ; ils demeurent optimistes, mais un peu moins que l'an passé, et les thématiques qui leur inspiraient du pessimisme l'année dernière leur en inspirent davantage aujourd'hui. De plus, on remarque une sensibilité accrue aux incertitudes et aux risques liés aux marchés émergents, à la Chine et à l'environnement géopolitique. Toutefois, le plus frappant est que l'opinion de nos analystes rejoint celle du consensus en ce qui concerne les principaux risques menaçant le secteur qu'ils couvrent. Globalement, les réponses convergent vers le risque de ralentissement de la demande provoqué par une éventuelle baisse de la consommation, qui serait aggravée par le manque de pouvoir de fixation des prix des entreprises, les perturbations continues émanant du marché des matières premières, les interventions des autorités réglementaires, et des politiques inefficaces, voire néfastes.

FACTEURS MACROÉCONOMIQUES

Quel est le plus gros facteur de risque pour les fondamentaux de votre secteur ?

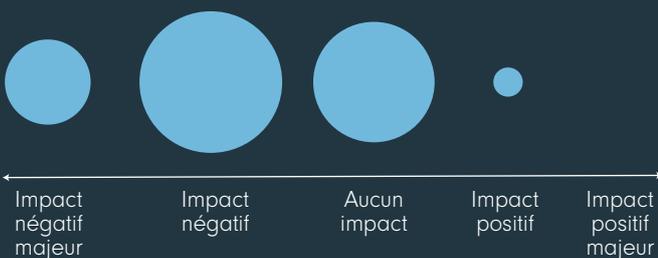


Quel serait l'impact probable d'une rupture technologique sur votre secteur ?

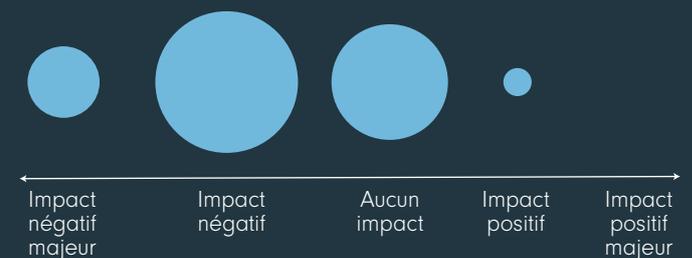


- Aucun impact**
pas de rupture possible
- Impact faible**
la rupture est lente et graduelle
- Impact modéré**
la rupture est modeste
- Impact élevé**
la rupture est importante et rapide

Dans quelle mesure le ralentissement de la croissance en Chine pèse-t-il sur les plans d'investissement stratégiques (dépenses d'investissement et fusions-acquisitions) des entreprises que vous suivez ?



Dans quelle mesure le ralentissement de la croissance des marchés émergents (hors Chine) pèse-t-il sur les plans d'investissement stratégiques (dépenses d'investissement et fusions-acquisitions) des entreprises que vous suivez ?

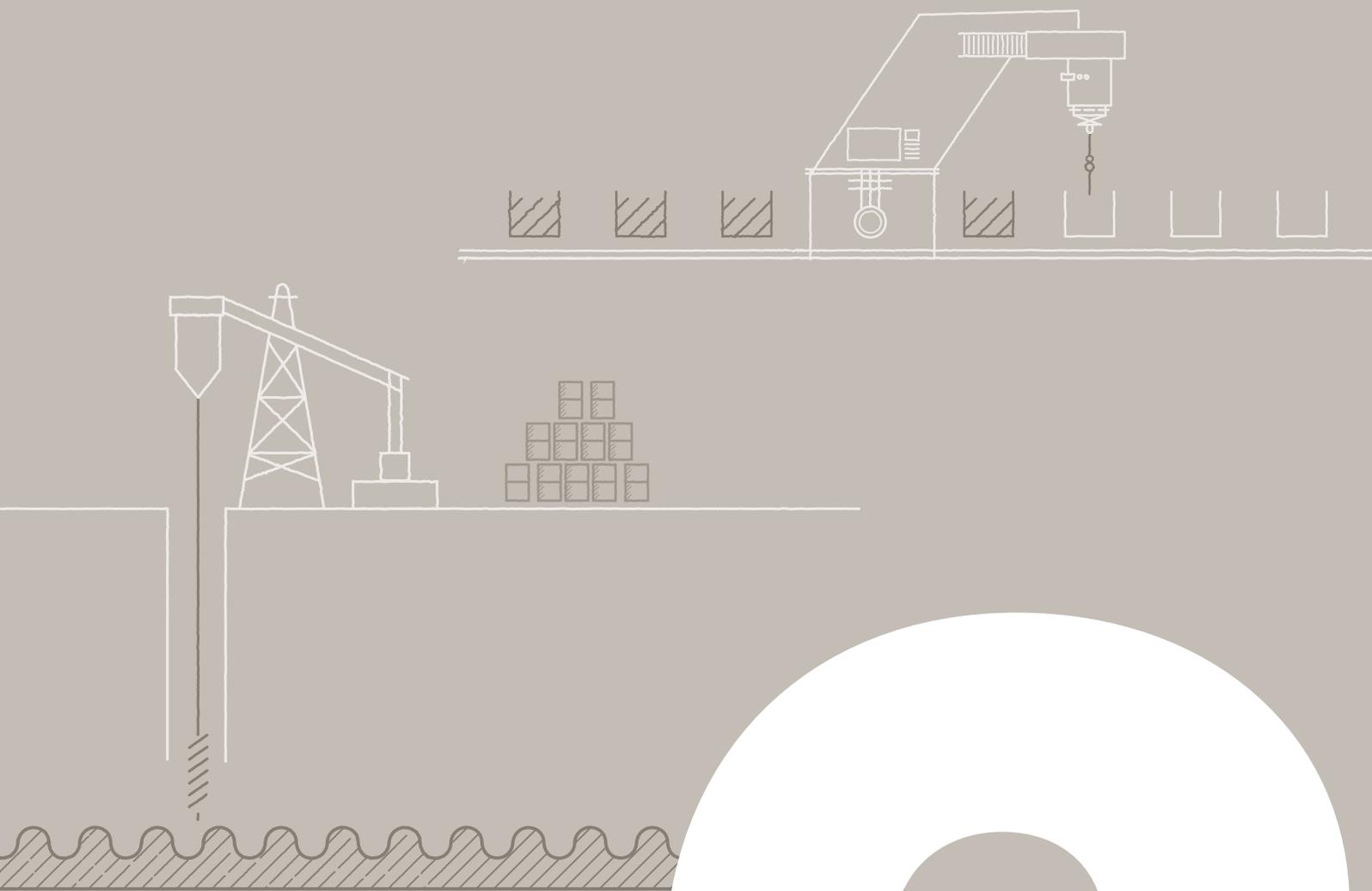


Dans quelle mesure les risques géopolitiques pèsent sur les plans stratégiques des entreprises que vous suivez ?



Quels sont les risques géopolitiques qui pèsent sur les plans stratégiques des entreprises que vous suivez ?





**CONCLUSIONS
PAR RÉGION
ET PAR SECTEUR**

JAPON : LE MEILLEUR POTENTIEL D'AMÉLIORATION

Le Japon fait figure de meilleur élève et obtient la meilleure note à tous nos indicateurs composites importants, ce qui lui permet de s'adjuger 6,3. Un score qui indique une nouvelle amélioration alors que le pays était déjà en tête de notre classement l'an passé, et qui frappe étant donné la prudence accrue qu'inspirent les autres marchés. Fin 2015, la troisième flèche du plan Abenomics (les réformes structurelles) a été pointée du doigt dans un contexte de repli du PIB, mais nos analystes estiment que la réforme des entreprises aura des effets positifs sur l'économie.

Le Japon est un marché qui traverse une phase d'expansion mature et où la confiance des équipes dirigeantes devrait être soit comparable, soit supérieure à l'année passée. Nombreux sont les analystes à prévoir une hausse de la rentabilité des fonds propres, même si le contexte difficile de la fin 2015 a limité la performance à 10 % pour l'année, si bien que la région part d'une base relativement faible par rapport aux autres marchés internationaux. Les réformes de la gouvernance prévues par le dispositif Abenomics suscitent beaucoup d'espoir dans la mesure où elles incitent les entreprises à augmenter la rentabilité de leurs fonds propres et à reverser les excès de trésorerie sous forme de dividendes ou de rachats d'actions. L'instauration fin janvier de taux d'intérêt négatifs est une démarche positive qui montre clairement qu'aux yeux de la Banque du Japon, les banques et les entreprises doivent faire leur part.

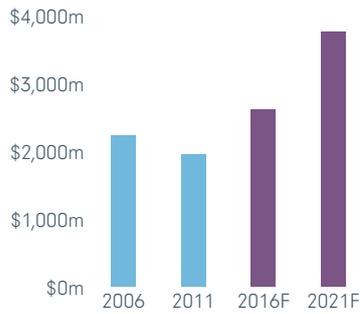
Selon nos analystes, l'impact de la baisse des taux sera important ; plus de la moitié d'entre eux pensent que les entreprises vont accroître leurs dividendes, les autres tablant sur le maintien des distributions existantes. Ces dividendes seront financés par une gestion des bilans considérée comme « prudente » par 95 % des analystes. Cependant, même si les entreprises cessent progressivement d'accumuler des liquidités, les rendements des dividendes nippons figurent parmi les plus faibles par rapport aux autres régions et affichent donc un net potentiel d'amélioration.

LES MARGES BÉNÉFICIAIRES DU JAPON SE REDRESSENT GRÂCE AUX « ABENOMICS »¹

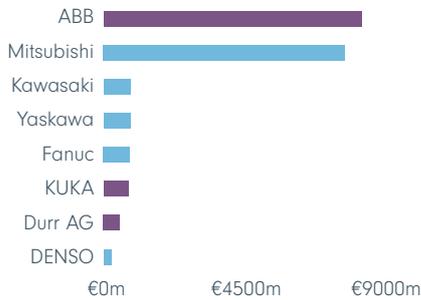


SOURCES
1. Banque du Japon, février 2016

LA DEMANDE DE ROBOTS INDUSTRIELS PROGRESSE RAPIDEMENT²



CINQ DES HUIT PRINCIPAUX FABRICANTS DE ROBOTS SONT JAPONAIS²



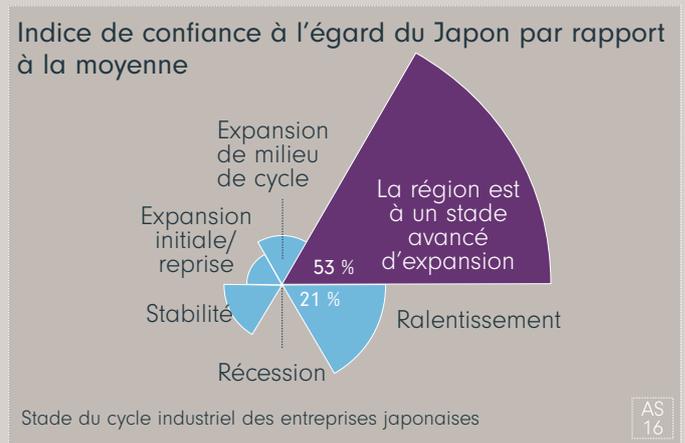
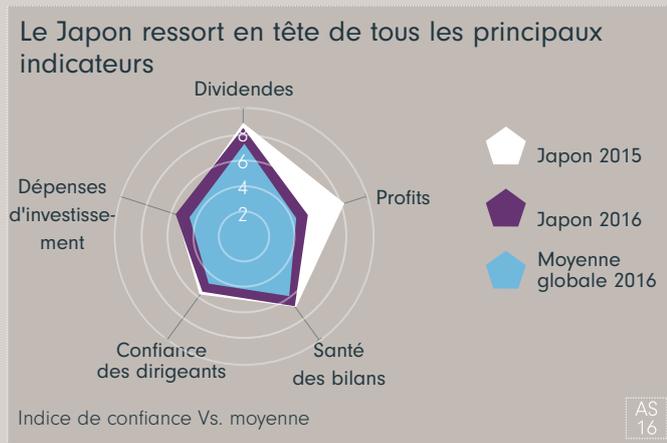
Le Japon est le seul marché pour lequel nos analystes prévoient que la principale source de croissance des bénéfices sera une hausse de la demande finale qui, conjuguée à des économies judicieuses et la baisse du yen, rendront les réductions de capacités moins nécessaires qu'ailleurs. Ainsi les entreprises nippones anticipent une poursuite de la hausse soutenue de leurs bénéfices. Point important, ces bénéfices accrus sont destinés à financer des hausses de salaires, plus de 60 % des analystes attendant une augmentation modeste ou importante des traitements salariaux. La hausse des revenus devrait ainsi soutenir les secteurs liés à la consommation, qui profitent par ailleurs de la faiblesse des cours pétroliers et de l'atonie des perspectives d'inflation des coûts. Cependant, nos analystes soulignent que les consommateurs sont toujours méfiants en raison de projets de hausse de la TVA dans un avenir proche.

Le vieillissement de la population au Japon est un thème bien connu qui continue d'exercer une influence légèrement négative sur tous les secteurs hormis celui de la santé ; cependant ses effets semblent moins prononcés à mesure que les entreprises s'y adaptent ou trouvent des moyens d'en bénéficier.

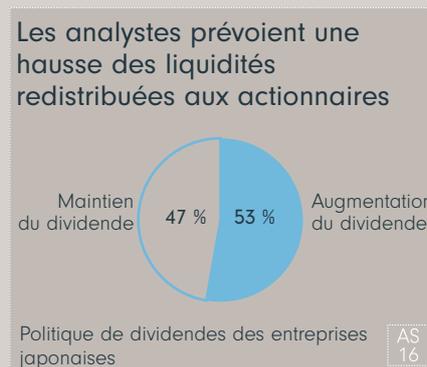
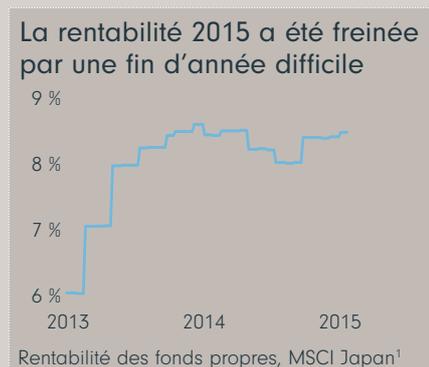
De manière étonnante, les analystes des sociétés liées à la technologie de l'information ont tendance à penser que le vieillissement des populations aurait des effets positifs, le secteur étant l'un des plus optimistes et se distinguant par des prévisions inférieures à celles des autres en termes de besoins de refinancement et de taux de défaut. Cet optimisme est dû à la hausse prévue des dépenses engagées par les entreprises pour faire face à d'importants bouleversements ; au Japon, les investissements n'ont jamais été aussi importants dans les domaines de l'automatisation et de la robotique, au bénéfice de grands producteurs tels que SMC, Keyence and Yaskawa. Dans le même temps, nos analystes continuent d'identifier des ruptures au sein du secteur financier, où les entreprises cherchent à innover grâce à des avancées dans les technologies financières.

OPTIMISME MAINTENU À L'ÉGARD DE LA TROISIÈME FLÈCHE DES ABENOMICS

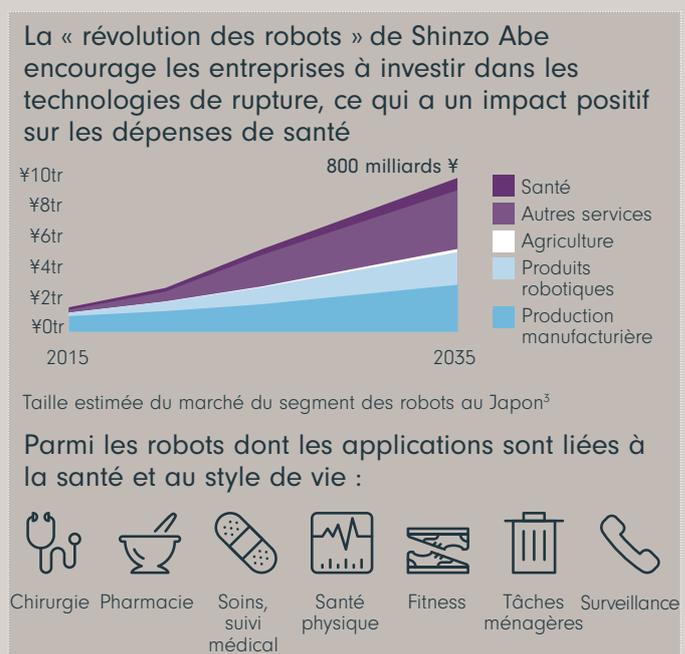
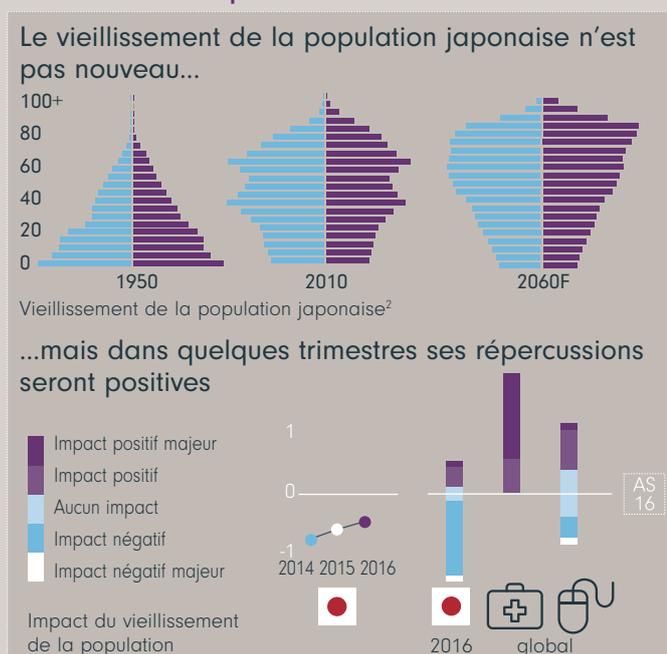
Le Japon obtient une nouvelle fois le meilleur indice de confiance



Les réformes de la gouvernance d'entreprise soutiennent les perspectives de rentabilité



Les entreprises apprennent à s'adapter au vieillissement de la population ou à en tirer parti



Sources

1. Datastream, janvier 2016 ; 2. Institut national de recherche sur la population et la sécurité sociale, février 2016 ; 3. Ministère de l'économie, du commerce et de l'industrie, février 2016

ÉTATS-UNIS : UN CYCLE À MATURITÉ QUI CERTES, N'IMPLOSE PAS

Pour la première fois depuis quelques années, nos analystes ne voient plus de potentiel d'amélioration des fondamentaux des entreprises américaines. Leurs réponses à l'enquête réalisée cette année révèlent que le cycle arrive à maturité dans l'ensemble des secteurs, certains étant exposés plus que d'autres à des conditions difficiles. Dans l'ensemble, les résultats signalent une certaine perte de vitesse dans la dynamique de croissance, qui va probablement cheminer lentement, mais, et c'est une chose importante, sans implosion du cycle. Il faut bien garder à l'esprit que les fondamentaux des entreprises américaines étaient généralement solides ces dernières années, et que par conséquent, une réponse « moyenne » de la part des analystes signifie simplement qu'ils n'identifient plus de potentiel d'amélioration, et non qu'ils sont devenus soudainement plus pessimistes.

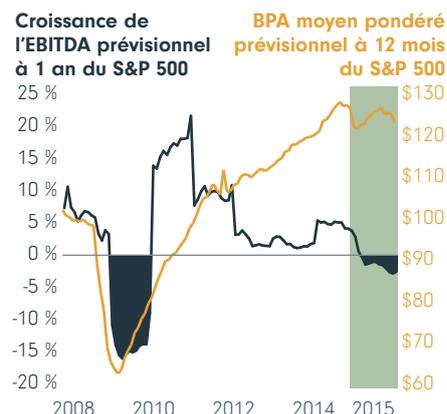
La confiance des entrepreneurs américains devrait rester globalement stable, sauf dans les secteurs de l'énergie, de la santé et de l'industrie, où l'on s'attend à ce qu'elle chute encore, et dans la technologie de l'information et la santé, où elle devrait au contraire progresser. Comme dans le reste du monde à l'exception du Japon, les performances des secteurs devraient être inférieures à celles de l'année dernière et les analystes du marché américain sont désormais rares à prévoir une hausse des performances de leur secteur, même si la santé et certains segments du secteur financier devraient probablement échapper à cette tendance. En revanche, les analystes qui prévoient une baisse des performances de leur secteur étaient déjà plus nombreux en 2015 et le sont à nouveau cette année ; la faute, selon eux, au ralentissement de la croissance de la demande finale, au manque de pouvoir de fixation des prix des entreprises et aux technologies de rupture, dans un environnement moins dynamique où il devient de toute évidence plus difficile de maintenir une rentabilité en hausse.

De plus, l'appréciation du dollar n'a pas été favorable : l'an passé la vigueur du billet vert a réduit les bénéfices des entreprises américaines présentes à l'international, lesquelles, il faut le souligner, sont surreprésentées au sein des grands indices boursiers. C'était d'ailleurs l'un des thèmes récurrents des rapports de bénéfices publiés à la fin de l'année dernière. Nous ne demandons pas à nos analystes quelles sont leurs prévisions en matière de taux de change, mais nous les interrogeons sur les anticipations des entreprises qu'ils couvrent en termes de volatilité des devises. Il s'avère que les analystes dont les entreprises prévoient une volatilité élevée des taux de change sont plus nombreux aux États-Unis qu'ailleurs, sauf, comme on peut s'y attendre, en zone EMOA et en Amérique latine (où la faiblesse des devises locales ne soutient pas encore beaucoup les balances courantes mais renforce les déficits

budgétaires et pèse sur les bilans des sociétés). Par rapport à l'année dernière, l'orientation du dollar pourrait donc jouer un rôle plus important au niveau de la politique américaine, notamment monétaire, et s'ajouter aux raisons qui justifient déjà un report des relèvements de taux. Le marché du travail se resserre et devrait maintenir la tendance pour la moitié de nos analystes, dont les entreprises couvertes vont probablement augmenter les salaires cette année ; toutefois, les taux d'utilisation des capacités vont rester modestes, et peu d'autres signes indiquent un raffermissement du marché du travail, que ce soit dans la production manufacturière ou les services. Le tassement de la hausse des bénéfices rendra la croissance plus difficile à générer et les écarts devraient se creuser entre les entreprises et les secteurs.

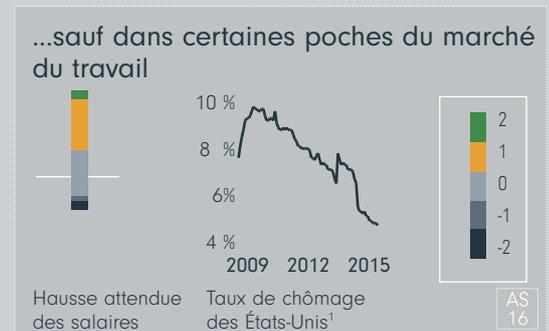
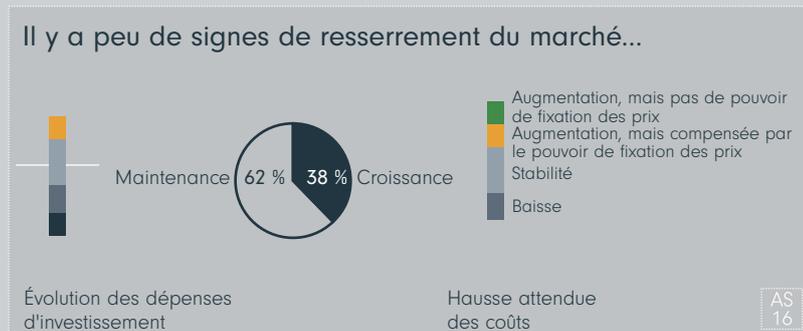
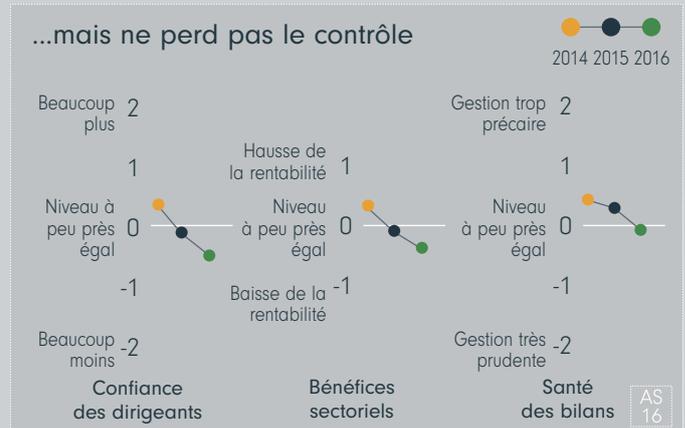
En l'absence (ou presque) de pressions sur les capacités, nos analystes prévoient d'autres réductions des dépenses, dans un environnement où les investissements en capital répondront probablement plus à des besoins de maintenance qu'à des projets de croissance de la production. L'année dernière, c'est dans l'énergie que les plus gros ajustements avaient été réalisés, mais cette année le secteur ne biaise plus autant les résultats, ce qui indique que les effets se propagent à d'autres, non seulement au niveau des commandes d'équipements passées aux sociétés industrielles, mais également dans tout le reste de la chaîne de production.

LA CROISSANCE DEVIENT PLUS RARE, LES PRÉVISIONS DE BÉNÉFICES MOYENS ÉTANT REVUES À LA BAISSÉ⁵

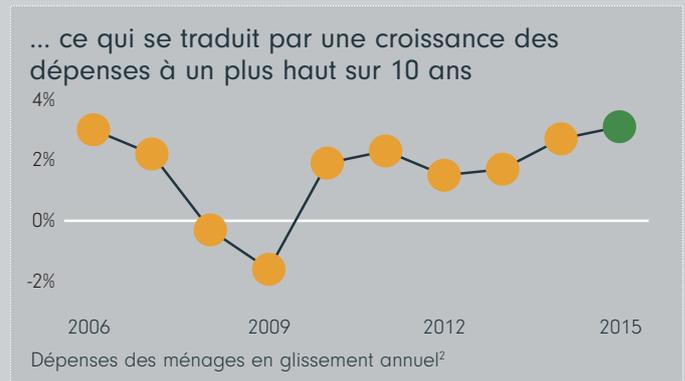
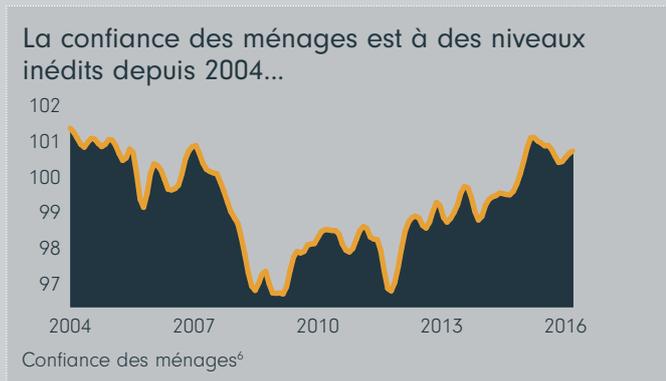
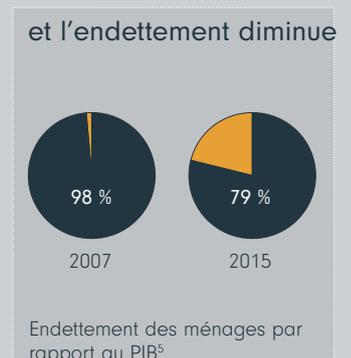
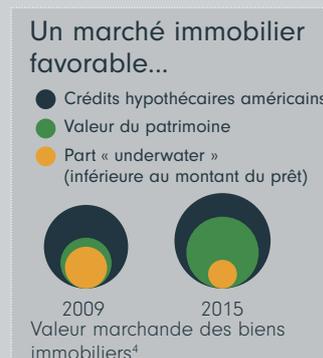


LA CONSOMMATION SOUTIENT LA CROISSANCE AMÉRICAINE

Le cycle américain arrive à maturité et les entreprises sont confrontées à des conditions plus difficiles



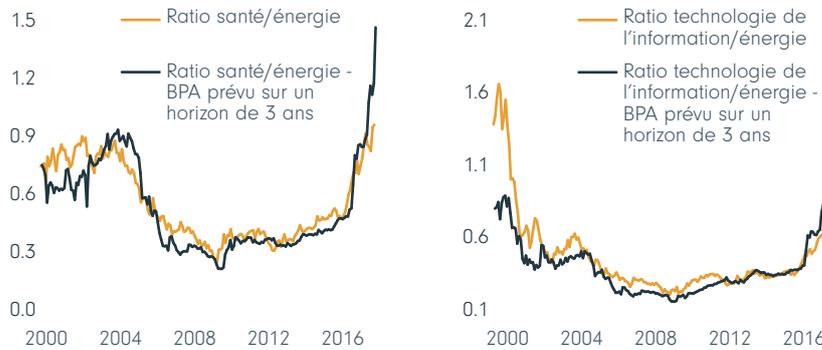
Les conditions macroéconomiques soutiennent les dépenses des ménages



Sources

1. Bureau américain des statistiques du travail, février 2016 ; 2. Bureau américain des analyses économiques, février 2016 ; 3. Datastream, janvier 2016 ; 4. Bloomberg View, décembre 2015 ; 5. Datastream, février 2016 ; 6. Données de l'OCDE, février 2016

**POTENTIEL DE CROISSANCE INTÉRESSANT :
 DISPERSION IMPORTANTE DE LA CROISSANCE DES BÉNÉFICES⁴**

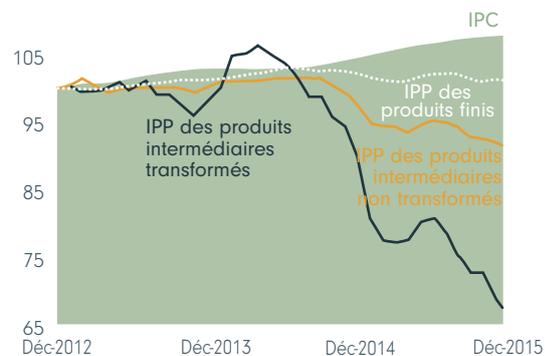


Dans ce contexte, nos analystes sont légèrement plus prudents que l’an passé en ce qui concerne la croissance des dividendes, la moitié d’entre eux prévoyant une tendance stable par rapport à 2015. Un tiers prévoit cependant une hausse des dividendes versés par les entreprises qu’ils couvrent. De plus, même si les bilans des entreprises sont sous pression dans l’énergie, dans les autres secteurs ils sont plutôt considérés comme « prudents ».

En plus de verser des dividendes et de lancer des rachats d’actions, les entreprises américaines ne devraient probablement pas encore réduire leur activité de fusions et acquisitions : déjà très soutenue ces dernières années, elle devrait donc le rester en 2016. Très peu d’analystes estiment que les entreprises de leur secteur ne procéderont pas à des fusions-acquisitions, et celles-ci sont vues comme « une haute priorité stratégique » par plus d’analystes que les années précédentes. Même s’il ne s’agit pas de « la principale variable stratégique », les fusions prendront principalement la forme d’acquisitions organiques et ne viseront pas de nouveaux marchés ou de nouveaux produits. Par exemple, sur les marchés de l’énergie et d’autres matières premières, des grandes entreprises à intégration verticale dotées de bilans robustes, comme Exxon Mobile, sont en mesure de surmonter les perturbations actuelles et vont probablement absorber des entreprises plus petites qui ne sont plus capables de survivre de manière autonome.

Les résultats de l’enquête par rapport aux fusions-acquisitions sont un autre signe de l’arrivée à maturité du cycle ; mais ils reflètent également la modicité du coût du financement. Même si la Réserve fédérale américaine a lancé son cycle de resserrement monétaire, les hausses de taux seront limitées et très progressives et n’affecteront donc pas beaucoup les coûts de financement. Quand l’emprunt est si bon marché et que rien n’encourage les entreprises à investir (les taux d’utilisation des capacités n’étant pas tendus alors que la rentabilité est élevée et la demande à peine soutenue), il devient logique pour elles de racheter d’autres sociétés au lieu d’étendre leurs capacités avec des investissements en capital. Elles sont ainsi en mesure de gagner des parts de marché et/ou de nouveaux clients sans diluer leur rentabilité opérationnelle, ce qui aurait peut-être été le cas si elles avaient fait le choix d’étendre leur base de capital sans que la demande finale soit suffisante pour répondre à l’expansion de la production.

LA FAIBLESSE DES COÛTS DE PRODUCTION PERMET DE PRÉSERVER LA RENTABILITÉ⁵



SOURCES
 4. Indices MSCI US, Datastream, février 2016
 5. Goldman Sachs, février 2016

EUROPE : UNE CROISSANTE LENTE, MAIS RÉGULIÈRE

Les fondamentaux des entreprises européennes sont quelque peu contrastés : dans l'ensemble, les sociétés semblent en relativement bonne santé avec des bilans généralement solides, mais elles doivent affronter de multiples obstacles : morosité de la demande, réglementation, risques géopolitiques, etc. La plupart des analystes estiment également que leurs secteurs sont en fin de cycle.

Nos analystes prévoient que la confiance des dirigeants sera stable en 2016 en Europe alors qu'ils notent un recul de celle-ci dans toutes les autres régions géographiques à l'exception du Japon. Plus d'un quart tablent sur une hausse de la confiance des dirigeants européens, soit une proportion beaucoup plus élevée que partout ailleurs, Japon excepté. Les anticipations de dividendes varient également peu par rapport à l'année dernière, la majorité des analystes misant sur des dividendes stables ou en hausse. Il est intéressant de constater que, bien que les anticipations d'accroissement des effectifs soient globalement prudentes, les analystes européens semblent légèrement plus optimistes que les autres (et que l'an dernier) sur les intentions de recrutement des entreprises qu'ils couvrent.

Se pourrait-il que, habituées à de maigres résultats ces dernières années, les entreprises aient tant et si bien allégé leurs structures qu'elles sont désormais mieux à même de gérer les divers obstacles régionaux ? Toutefois, cette situation n'est pas entièrement le résultat d'années de gains d'efficacité, de restructuration et de repositionnement. Le bas niveau des prix de l'énergie en est en partie

à l'origine, selon les analystes qui citent l'Europe comme le principal bénéficiaire.

Néanmoins, les entreprises n'en sont pas au point de souhaiter accroître leurs capacités de production. Ainsi, aux États-Unis, près de la moitié des analystes prévoient une diminution des dépenses d'investissement. Les secteurs qui envisagent d'augmenter leurs investissements sont rares et le gros des dépenses est alloué à la maintenance du matériel existant. Toutefois, les dépenses informatiques augmentent et les entreprises affichent un intérêt accru pour d'autres opportunités d'investissement via des fusions-acquisitions, essentiellement sous la forme d'acquisitions complémentaires, mais aussi des achats plus stratégiques. C'est logique, dans la mesure où les coûts de financement demeurent avantageux en Europe et qu'un revirement de la politique monétaire accommodante de la Banque centrale européenne n'est pas à l'ordre du jour. En outre, les bilans sont corrects, l'endettement devrait diminuer et le levier global est généralement plus faible qu'aux États-Unis, où l'activité de fusions-acquisitions et de rachat par endettement a été plus intense ces dernières années. Par conséquent, les taux de défaut ne

devraient pas connaître de hausse significative.

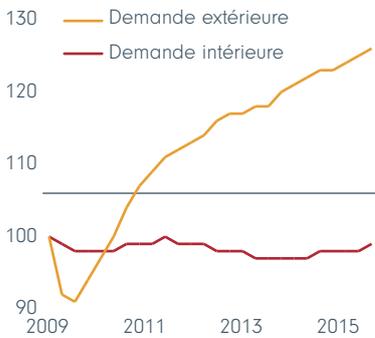
Face à la modeste croissance de la demande, les marges bénéficiaires et le pouvoir de fixation des prix restent sous pression tandis que les performances sectorielles globales devraient s'inscrire en baisse, selon nos analystes. Cela constitue une différence par rapport aux deux dernières années où les performances sectorielles de la région étaient encore supposées augmenter. Les analystes qui anticipent une hausse sont moins nombreux que les années précédentes, et ceux qui partagent cette opinion imputent davantage cette évolution à une réduction des coûts qu'à la croissance de la demande ou à la marge de fixation des prix. Le nombre croissant d'analystes qui penchent pour une baisse estiment que, outre le ralentissement de la demande finale, la rupture, les nouveaux entrants sur le marché et la réglementation pénalisent les performances. De même, alors qu'une bonne partie des chefs d'entreprise citent l'augmentation de la demande finale comme principale source de croissance des bénéfices, ils sont encore plus nombreux à mentionner les mesures de réduction des coûts.



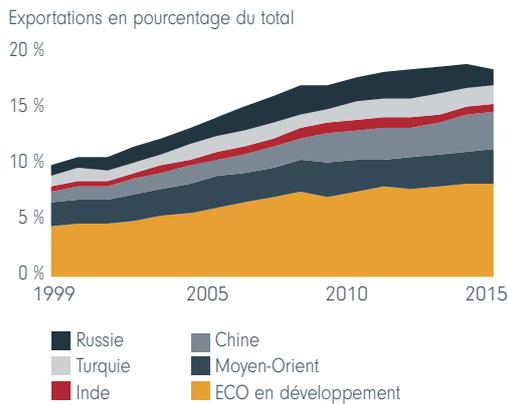
Le discernement est essentiel : sur un marché mature à croissance lente tel que l'Europe, la marge d'erreur est faible. À l'affût, nos analystes découvrent ce qui se trame bien avant que cela n'apparaisse dans les statistiques officielles. De cette manière, nous identifions ce qui stimule la performance des entreprises et sélectionnons les meilleures opportunités pour nos clients.



ORIGINES DE LA DEMANDE DE BIENS ET SERVICES DE LA ZONE EURO⁶



PART CROISSANTE DES MARCHÉS ÉMERGENTS DANS LES EXPORTATIONS DE LA ZONE EURO⁷



Les risques liés à ce scénario de croissance lente, mais régulière sont évidents et les réponses de nos analystes en sont le reflet. La concurrence, le pouvoir de fixation des prix, la réglementation et les facteurs de la demande ou un ralentissement éventuel sont abondamment cités. Certaines marques-phares européennes (biens de consommation non-cyclique établis, mais aussi constructeurs automobiles haut de gamme ou maisons de haute couture) sont également exposées au ralentissement des marchés émergents. En particulier, les entreprises spécialisées dans les produits de consommation se sont parfois appuyées sur leurs ventes dans les pays émergents pour doper la croissance au niveau du groupe dans la mesure où les marchés historiques plus matures offrent moins de marge de progression, notamment lorsque la croissance économique est modeste. Mais alors que la croissance ralentit en Chine et que les fabricants, compagnies minières et producteurs de matériaux européens souffrent du repli de la demande en infrastructures de base, les entreprises axées sur le service dans des domaines tels que le droit, les technologies de l'information ou la publicité trouveront toujours un moyen intéressant de participer à la transformation de la Chine.

Bien que les analystes reconnaissent ces risques, ils affichent dans l'ensemble un optimisme prudent qui souligne les perspectives globalement favorables de la consommation dans cette région. Certes, on ne peut exclure des tendances mondiales et régionales défavorables, et de nombreuses entreprises européennes devront s'adapter aux ruptures technologiques ou au renforcement des exigences réglementaires, mais il est quasiment certain que l'énergie bon marché, le bas niveau des taux d'intérêt, l'inflation faible et la reprise progressive de l'emploi allégeront la pression sur les finances des consommateurs et offriront des opportunités aux entreprises capables de répondre à cette demande.

SOURCES

- 6. Calculs d'Eurostat et de la BCE, mars 2015. Recalculé en base 100 au 31/03/2009
- 7. Datastream, Fidelity International, février 2016. Les chiffres 2015 sont basés sur les données de janvier à octobre
- 8. Global Aggregation Report, Fidelity International, février 2016. Données cumulées sur la base de l'exercice fiscal des entreprises individuelles

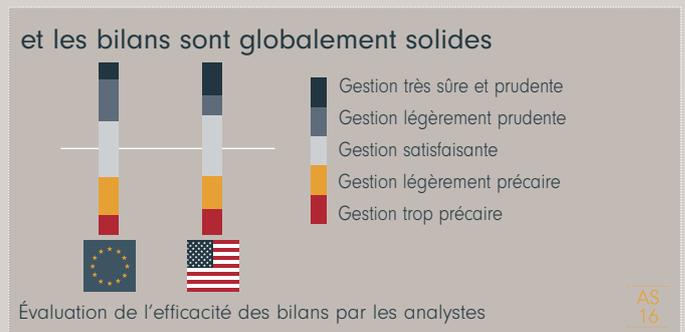
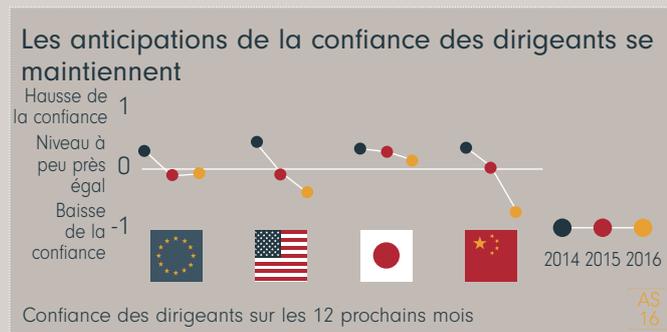
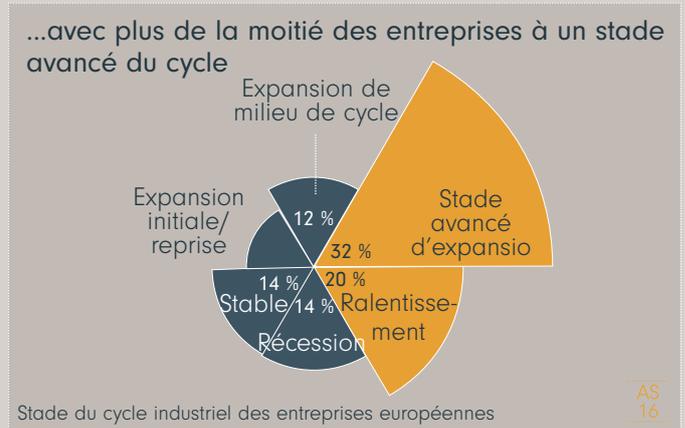
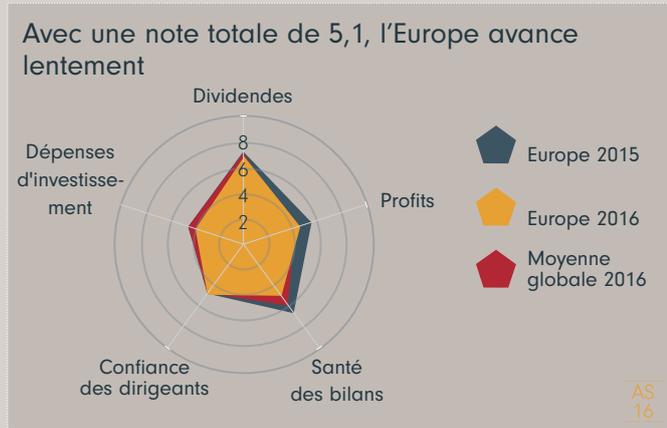
LES ENTREPRISES AXÉES SUR LES SERVICES CONTINUERONT D'IDENTIFIER DES OPPORTUNITÉS POUR EXPORTER EN CHINE ÉLARGIE⁸

Croissance du chiffre d'affaires en glissement annuel dans différents secteurs de Chine élargie (y compris Hong Kong et Taiwan)

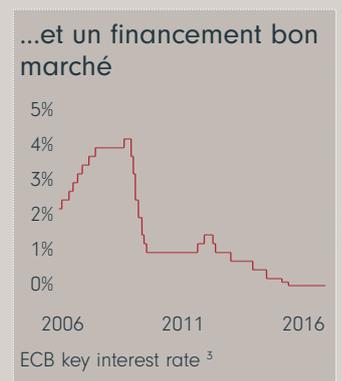
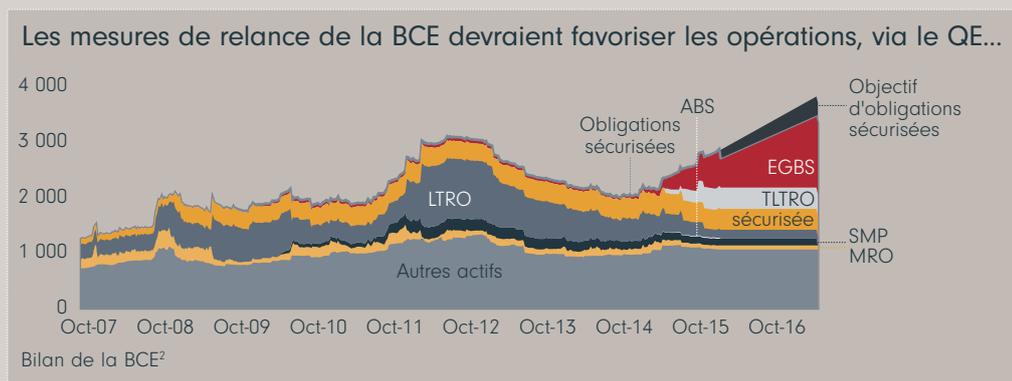
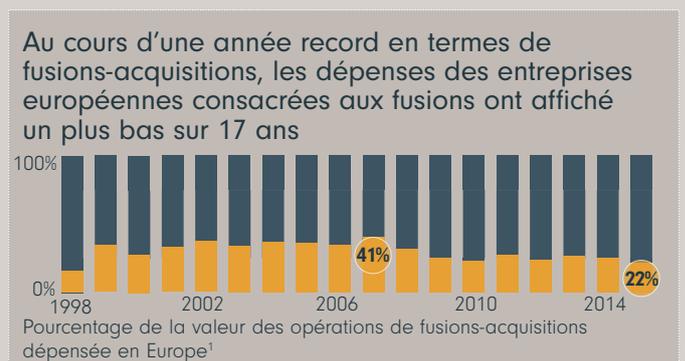
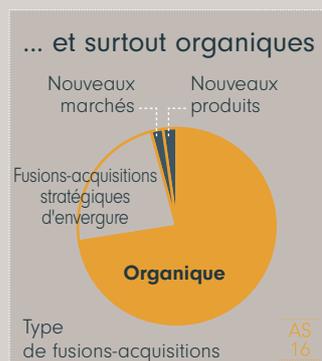


LENTEUR ET STABILITÉ EN EUROPE

Les fondamentaux sous-jacents sont **raisonnablement solides**



Grâce à des financements bon marché et des bilans satisfaisants, les entreprises vont se **positionner sur la croissance**



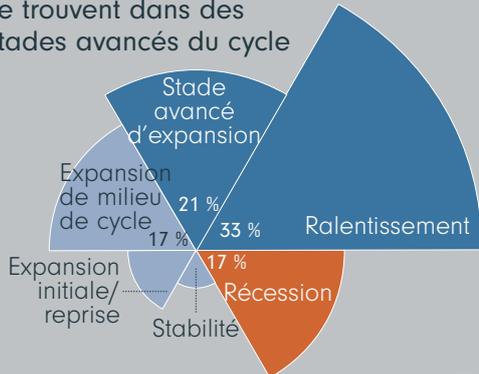
Sources

1. Baigorry et al, Bloomberg, décembre 2015 ; 2. Fidelity International, février 2015 ; 3. Datastream, février 2016

CHINE : RALENTISSEMENT ET NON EFFONDREMENT

La dégradation des conditions des entreprises est évidente

Plus de la moitié de nos analystes indiquent que les entreprises chinoises se trouvent dans des stades avancés du cycle



Stade du cycle industriel des entreprises chinoises

AS 16

Tous les secteurs pâtissent du ralentissement de la croissance

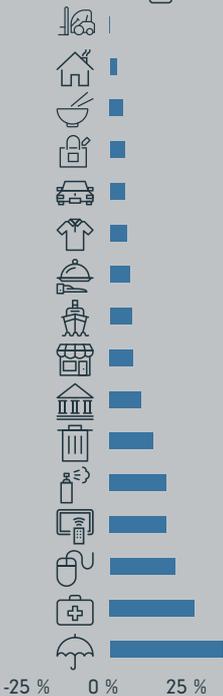
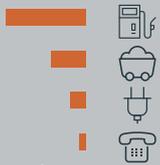
AS 16



Impact du ralentissement de la croissance chinoise sur les secteurs mondiaux

Mais **cette Chine a deux visages**, car le pays opère une transition vers les services et la consommation

Ce sont les ressources qui ont le plus souffert



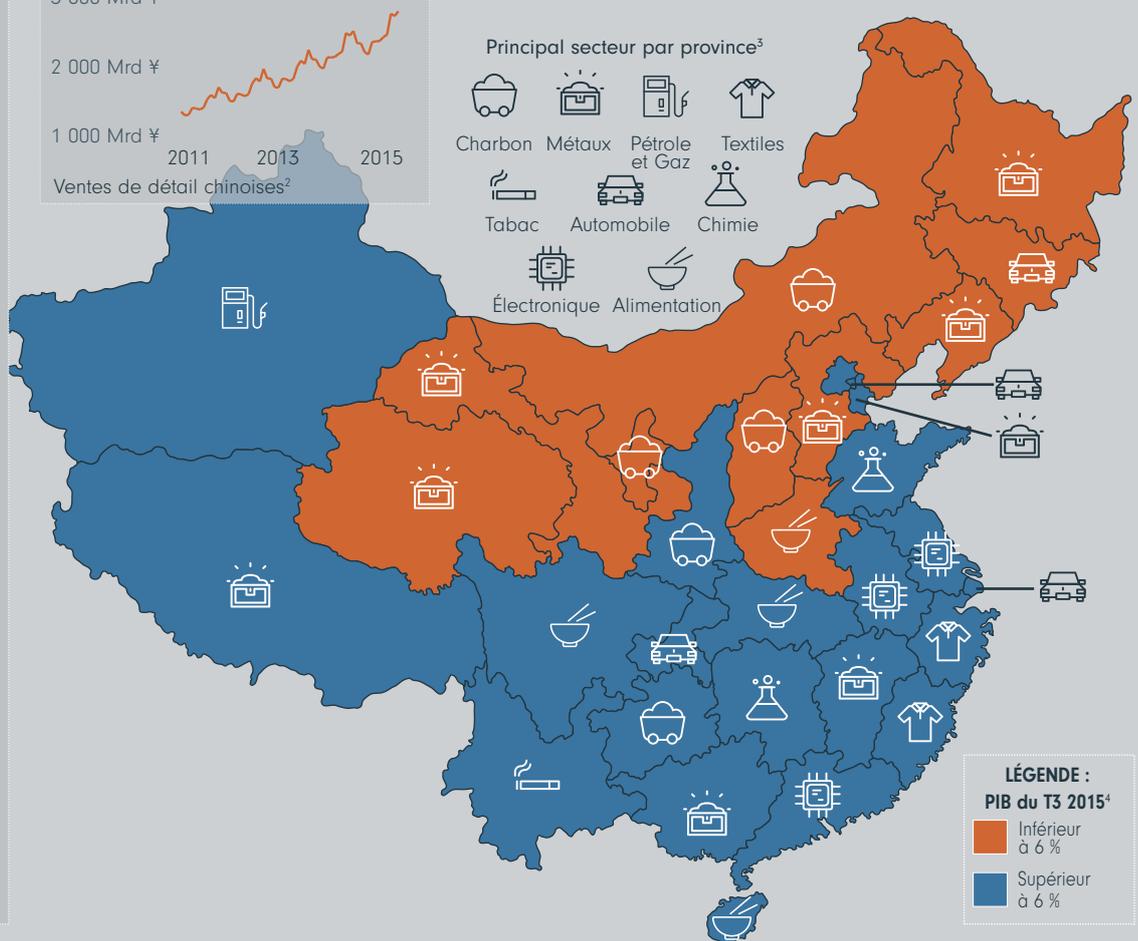
Croissance du chiffre d'affaires par secteur¹

alors que plus que jamais les consommateurs continuent d'acheter



Ventes de détail chinoises²

La croissance est florissante dans les provinces les plus axées sur les services



Sources

1. Credit Suisse, septembre 2015 (voir légende au dos) ; 2. Datastream, février 2016 (corrigé des interruptions) ; 3. China Trade Research Market Profiles, HKTRC Research, février 2016 ; 4. Bureau national des statistiques, février 2016

CHINE : LA CROISSANCE RALENTIT MAIS NE S'EFFONDRE PAS

Nombre des thèmes qui ressortent de l'enquête (la consommation, les technologies de l'information et la technologie de rupture, le secteur financier et les industries de l'« ancienne économie ») revêtent une importance particulière en relation avec la Chine.

De prime abord, les résultats de cette année semblent confirmer ce que nous savons déjà : les secteurs et les régions subissent les conséquences du ralentissement de la croissance chinoise, et conformément aux attentes, les marchés émergents dont la Chine est le principal marché d'exportation pour l'énergie, les matériaux et l'industrie sont les plus touchés. Toutefois, l'étude nous a également réservé quelques surprises.

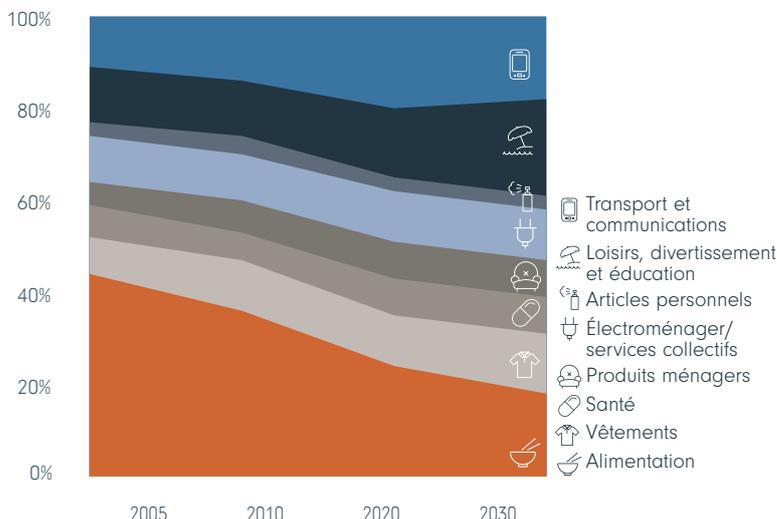
Avec 4,1 dans l'indicateur de sentiment mondial, la Chine se place tout juste devant d'autres marchés émergents. Cette note bien inférieure à 5 indique une dégradation générale du climat des affaires. En cause, le recul de la confiance des dirigeants (71 % de nos analystes dédiés à la Chine notent une baisse des intentions d'investissement cette année), des dépenses d'investissement et des performances sectorielles. Ceci dit, les équipes dirigeantes semblent sereines face au ralentissement de la croissance, notamment parce que l'accès au financement auprès des banques et sur les marchés nationaux des obligations d'entreprise ne présente pas de problème particulier. Elles ne paraissent pas non plus spécialement inquiètes au sujet de la hausse attendue des taux de défaut, estimant que ceux-ci sont un corollaire logique du ralentissement continu de la croissance. La plupart prévoient une légère augmentation des défauts, et un nombre non négligeable n'en attend pas du tout.

Pour la première fois, nous avons demandé à nos analystes dans quelle mesure le ralentissement

économique chinois affectait les projets d'investissement stratégiques des entreprises qu'ils suivent. Les réponses n'ont pas fourni d'informations particulièrement utiles au niveau sectoriel ou régional avec une majorité d'« impact modeste ». Mais une analyse plus approfondie révèle des résultats intéressants, plus nuancés, et quelques opportunités.

Ainsi, dans le secteur mondial des technologies de l'information, 61 % de nos analystes estiment que le ralentissement de la croissance aura des répercussions sur les projets d'investissement stratégiques. Toutefois, les analystes axés sur le secteur chinois y voient un impact positif. Ils l'expliquent par l'afflux de capitaux flottants dans le secteur Internet ces dernières années qui a fait grimper les valorisations des entreprises indépendamment de la qualité de leurs activités. En conséquence, des acteurs incompetents, qui, dans des conditions normales, auraient été évincés, sont restés dans la course. Maintenant que les afflux de capitaux privés commencent à se stabiliser, nos analystes estiment que ces entreprises seront réévaluées et, dans certains cas, feront faillite. À leur tour, les entreprises couvertes par nos analystes (généralement leaders dans leur catégorie, p. ex. Tencent) seront mieux à même de racheter les concurrents restants à des valorisations inférieures à celles des dernières années. Ce processus de consolidation tend à bénéficier aux entreprises de qualité et à ceux qui investissent dans celles-ci : la sélection de titres est clairement essentielle dans cet environnement.

LES CATÉGORIES CYCLIQUES SONT CELLES DONT LA PART DANS LA CONSOMMATION AUGMENTE LE PLUS VITE EN CHINE⁹



SOURCES
 9. McKinsey, mai 2015

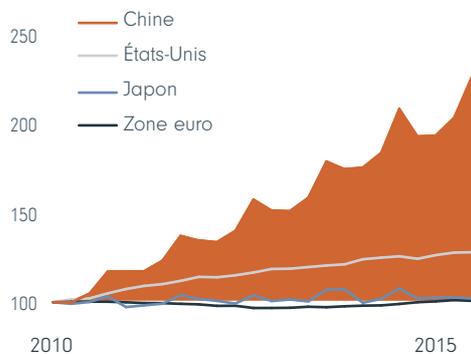
La Chine réalise un délicat exercice d'équilibriste, cherchant à réduire la dépendance de son économie à l'égard de l'industrie, de la dette et de l'investissement à forte intensité de capital d'une part, et à augmenter la contribution des services et de la consommation d'autre part. Même si cette transition ne se fera pas sans heurts, elle n'est pas pour autant remise en question. Presque tous les analystes anticipent une hausse des salaires cette année qui aidera les consommateurs chinois à faire face à la volatilité sur le marché des actions A et au ralentissement général de la croissance officielle du PIB. N'oublions pas que 5 % seulement de la population investit activement en Bourse, si bien que les fluctuations observées n'ont pas autant d'impact sur les consommateurs qu'elles en auraient dans d'autres pays, notamment aux États-Unis, où 55 % de la population détient des actions. En effet, les ventes au détail sont restées stables tout au long des phases de hausse et de baisse du marché boursier tandis que les ventes automobiles continuent d'augmenter, de même que les prix des maisons dans les grandes métropoles chinoises.

Élément important pour la région : les touristes chinois voyagent plus que jamais et continuent de dépenser. Outre la hausse du revenu disponible, la croissance économique offre plus de temps libre et les vacances sont mieux acceptées par la société actuelle que par les générations plus pauvres précédentes. Quand ils voyagent, les touristes chinois consomment plus que toutes les autres nationalités : l'année dernière, leurs dépenses ont augmenté de 75 % sur les six premiers mois. Les dépenses motivées par l'expérience « consommateur » sont également en hausse et soutiennent le secteur des loisirs et du divertissement. En conséquence, les agences de voyage en ligne, les opérateurs de parcs à thème et les chaînes d'hôtels bon marché ont encore une marge de croissance structurelle avant de rattraper leurs homologues occidentaux. Les jeux, l'hébergement, le transport et le commerce de détail (notamment duty free) devraient notamment en bénéficier. Le secteur hôtelier chinois est un bon exemple : les établissements qui dépendent de la clientèle d'affaires (56 % du secteur) sont en difficulté tandis que les 44

% restants axés sur les touristes sont en plein essor. Ainsi, Shanghai International Airport, entreprise cotée en Bourse, bénéficie de l'augmentation du trafic voyageurs. Hotel Shilla, un exploitant coréen de points de vente duty free et d'hôtels de luxe, et AmorePacific, une entreprise coréenne de produits cosmétiques appréciée des consommateurs chinois, sont également les grands gagnants de cette tendance. Nos analystes voient également quelques titres inattendus susceptibles de bénéficier du thème du tourisme. Par exemple, les cuiseurs à riz japonais figurent parmi les meilleures ventes auprès des touristes chinois, dont les modèles de l'entreprise Zojirushi.

Par conséquent, ce secteur devrait compter parmi les moins touchés par le ralentissement de la croissance en Chine. Les produits chinois deviennent de moins en moins chers pour les consommateurs mondiaux et les Chinois continuent de consommer chez eux et à l'étranger.

LES VENTES DE DÉTAIL CHINOISES PROGRESSENT MALGRÉ LES FLUCTUATIONS DE MARCHÉ ET LA STAGNATION DES AUTRES MARCHÉS¹⁰



SOURCES

10. Bloomberg, janvier 2016 (sources nationales)

NOTES

1. Bloomberg, China Securities Depository and Clearing Corporation, janvier 2016

RÉSORPTION DES CAPITAUX EXCÉDENTAIRES DANS L'ÉNERGIE, LES MATÉRIAUX, L'INDUSTRIE ET LES SERVICES COLLECTIFS

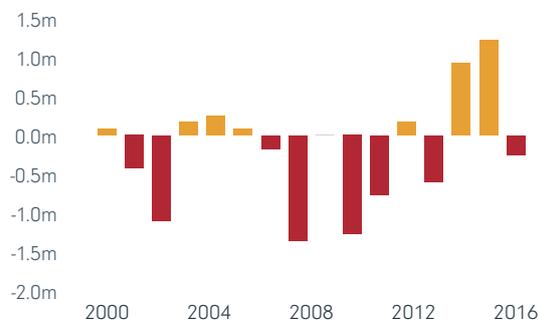
La contagion du repli des ressources naturelles mondiales à l'industrie et aux dépenses d'équipement mondiales est un thème central de l'enquête des analystes 2016. En effet, sans grande surprise, les trois secteurs dans lesquels l'enquête des analystes a pointé la plus faible confiance des dirigeants et les perspectives d'investissement les moins favorables ont été de loin l'énergie, les matériaux et l'industrie. De plus, l'enquête a également pointé du doigt les secteurs dans lesquels la pérennité des dividendes est la plus menacée. Avec des perspectives bénéficiaires négatives et des valeurs d'actifs en baisse, les analystes crédit de Fidelity relèvent également des tensions significatives croissantes au niveau des bilans dans les secteurs de l'énergie et des matériaux, qui s'accompagnent d'une augmentation du risque de défaut et de l'activité de restructuration des dettes.

Difficile pour ces entreprises de surmonter ces difficultés. Pour ce faire, elles doivent observer une gestion rigoureuse de leurs flux de trésorerie et afficher des bilans sains avec des réserves suffisantes constituées pendant les années de vaches grasses. Seuls les groupes diversifiés et verticalement intégrés tels que Shell et Total sont dans cette position. Leurs activités de raffinage en aval bénéficient de la baisse des coûts de production, faisant office de protection contre la baisse des cours de l'or noir. Dans d'autres parties du secteur de l'énergie, l'endettement est élevé et les bilans médiocres, ce qui signifie que les risques sont très élevés. Les difficultés que rencontre Chesapeake Energy, compagnie pétrolière et deuxième producteur de gaz aux États-Unis, illustrent à quel point ces entreprises se débattent avec des niveaux de dette élevés qui semblent de moins en moins soutenables face au bas niveau des prix du gaz et du pétrole.

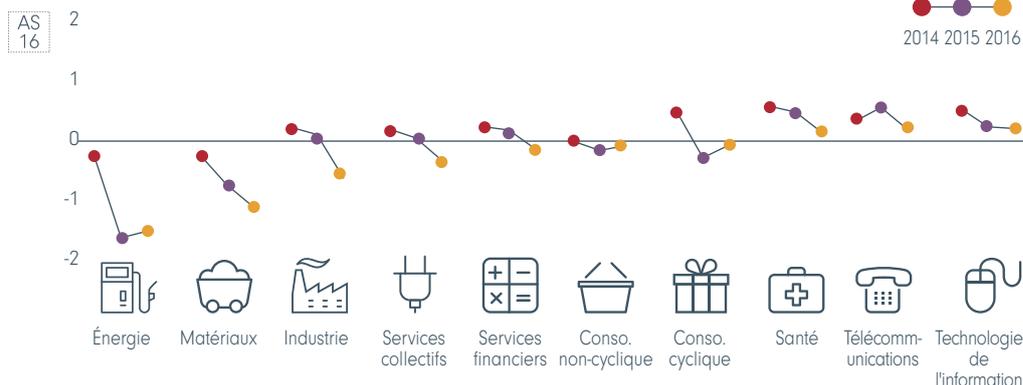
Dans le monde de l'énergie, on dit souvent que les bas prix du pétrole sont eux-mêmes la solution au problème. Autrement dit, la diminution de la production finit par déclencher une pénurie et l'inversion de la dynamique des cours. Nos analystes estiment que la baisse de la production d'énergie à grande échelle depuis la fin 2004 aura absorbé les capacités excédentaires au cours du second semestre lorsqu'il faudra commencer à puiser dans les stocks. Non seulement l'offre mondiale baissera pour la première fois depuis 2009, mais la

demande mondiale en pétrole continuera d'augmenter. A l'exception des années 2008-2009 pendant la crise financière, la demande a augmenté toute la décennie, même lorsque le prix du pétrole dépassait allègrement les 100 dollars le baril. Les modèles de nos analystes montrent que cette évolution devrait se maintenir, y compris en cas de croissance modeste dans les économies clés.

ÉVOLUTION DES STOCKS PÉTROLIERS EN BARILS¹¹

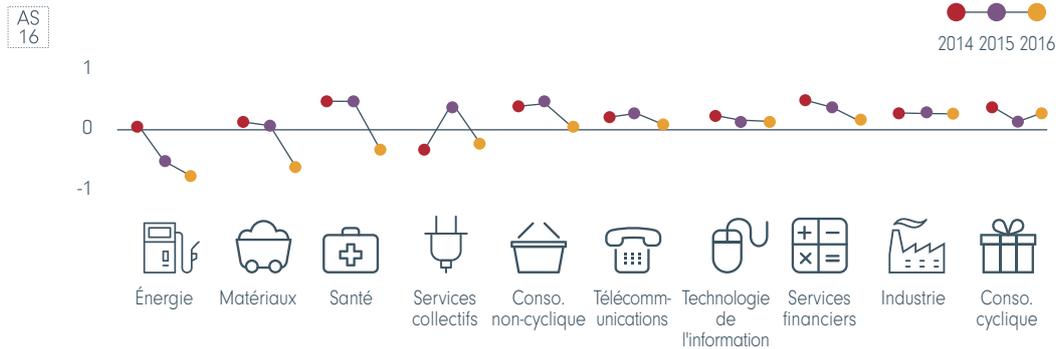


LA CONFIANCE DES DIRIGEANTS DEVAIT RECULER DAVANTAGE EN 2016



SOURCES
11. AIE 2000/2014 ; Fidelity International estimations 2015/2016

ANTICIPATIONS DE DIVIDENDES 2016 FORTEMENT RÉDUITES



Mais l'énergie n'est qu'une partie du problème. L'excédent d'offre concerne également d'autres marchés de matières premières et industriels. Les perspectives des autres ressources telles que les métaux sont freinées par le cycle traditionnellement très long de ces marchés qui se caractérisent par une capacité d'adaptation de l'offre relativement faible à court et moyen termes, notamment parce que les prix bas s'accompagnent généralement d'une diminution des coûts. En conséquence, l'excédent d'offre devrait perdurer encore un certain temps sur de nombreux marchés de ressources naturelles ce qui, selon nos analystes, pourrait ne pas avoir été totalement intégré dans les prévisions au niveau des secteurs et des entreprises.

Les turbulences que connaissent les ressources naturelles prennent leur source dans le ralentissement de la croissance de la Chine qui se détourne progressivement de l'activité industrielle, des dépenses d'investissement et des exportations de marchandises au profit des dépenses de consommation. Nos analystes excluent tout effondrement de la croissance chinoise, tablant sur un ralentissement progressif contrôlé et sur un rééquilibrage en faveur de la consommation. Pour autant, l'importance de la Chine au cours de la décennie passée en tant que source principale de la croissance de la demande de matières premières laisse penser que les producteurs de ressources et de biens d'équipement ne sont pas au bout de leurs peines.

Une analyse de Goldman Sachs montre clairement jusqu'où doivent encore diminuer les investissements fixes chinois (moteur historique de la demande en matériaux et en biens d'équipement mondiaux) pour rejoindre le niveau maximal historique moyen des nations développées. Si la part des investissements fixes de la Chine dans son PIB ne devait atteindre que le niveau maximal historique moyen des pays développés, les dépenses d'investissement mondiales diminueraient de 7,5 %, soit l'équivalent des montants engagés par l'Allemagne et le Royaume-Uni chaque année.

Ajoutant une autre dimension structurelle défavorable aux secteurs des ressources naturelles et des matériaux, certains analystes ont identifié la naissance d'une tendance à la « dématérialisation », avec la montée en puissance d'entreprises disposant de peu de capital physique, orientées sur l'innovation et souvent actives sur Internet. La meilleure démonstration en est sans doute la performance supérieure affichée par des entreprises connues pour leurs faibles dotations en capital et en matériaux telles que Facebook, Amazon, Netflix et Google (groupe « FANG »). Les plus à plaindre

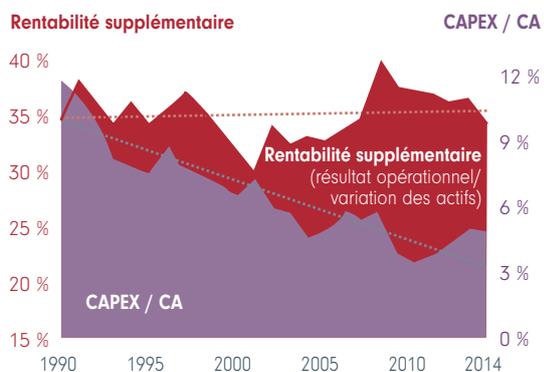
sont l'exploration et la production pétrolières ou les compagnies minières, des industries qui, par nature, consomment beaucoup de matériaux et de capitaux.

Lors des cycles précédents, la baisse des investissements aurait fait reculer la part des bénéficiaires, mais dans ce cycle, les entreprises semblent peu affectées par leurs faibles niveaux de dépenses d'investissement : maintenir un certain niveau de retour aux actionnaires et de rentabilité semble simplement nécessiter moins d'investissement en capital. Ceci est en partie dû à la baisse des coûts des investissements par rapport aux autres « biens » : l'investissement réel a mieux résisté ce cycle par rapport aux cycles précédents.

Alors que le débat autour de l'impact de la chute des cours du pétrole sur l'économie mondiale se poursuivra, nos analystes identifient, au niveau sectoriel, de nombreux effets positifs sur les coûts de production en dehors des secteurs en difficulté de l'énergie et des matériaux. Dans la mesure où le bas niveau des prix de l'or noir dope les revenus disponibles dans les régions importatrices de pétrole et réduit les coûts de production, les biens de consommation cycliques et le transport ont figuré parmi les principaux gagnants, mais la sélection de titres au sein de ces secteurs sera primordiale.

10 % DES ENTREPRISES LES PLUS RENTABLES ET LEURS DÉPENSES D'INVESTISSEMENT (CAPEX) PAR RAPPORT AUX VENTES¹²

Les entreprises en tête du classement ont besoin de moins d'investissements pour être rentables

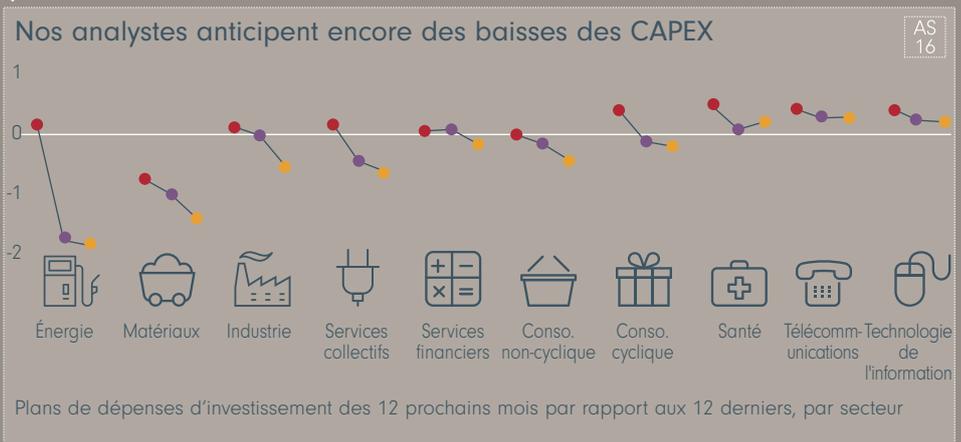
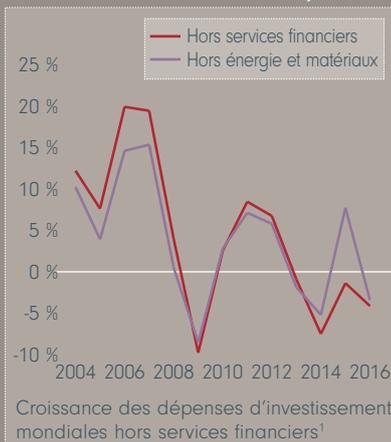


SOURCES

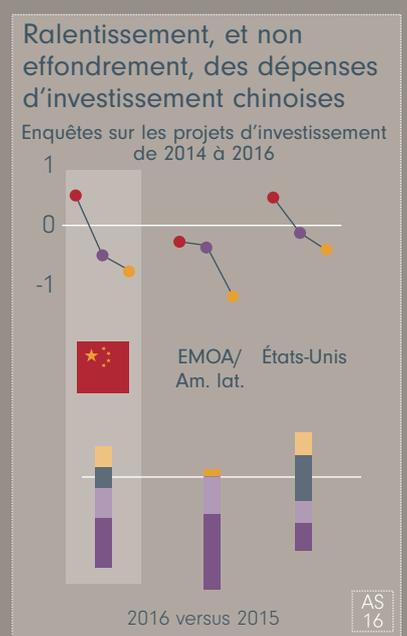
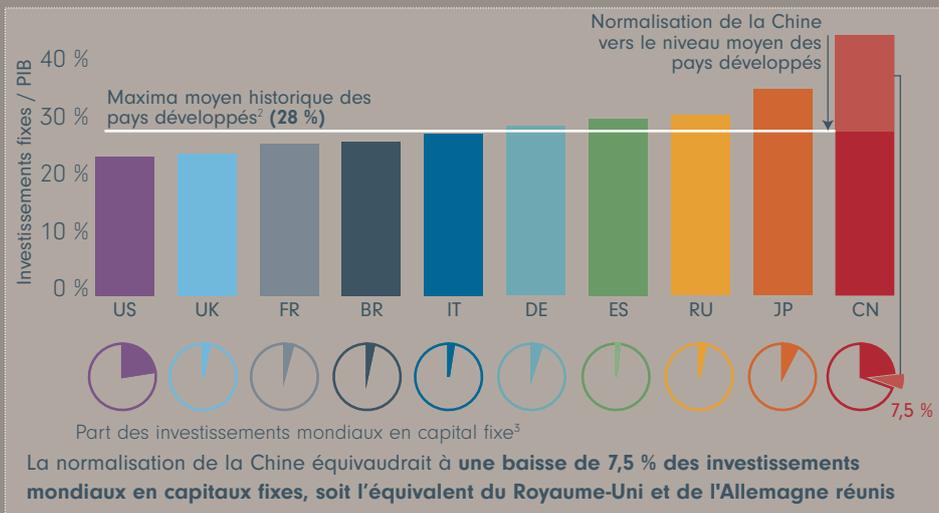
12. Minack Advisors, juin 2015 ; résultats et dépenses d'investissement des entreprises du S&P 500 classées dans les 10 % de tête en fonction de la rentabilité historique de leurs fonds propres (RoE)

LES ENTREPRISES CONTINUENT DE RÉDUIRE LES DÉPENSES D'INVESTISSEMENT

La plupart des secteurs sont pénalisés par les réductions des dépenses d'investissement (CAPEX)



La réduction des capacités en Chine continuera d'influer sur la demande, car le pays continue d'évoluer vers une « nouvelle norme »



En fin de compte, nous assistons à un changement structurel en faveur de la dématérialisation, car on fait plus avec moins



LÉGENDE

Projets d'investissement, les 12 prochains mois

Note de l'enquête sur le sentiment

- 2 Beaucoup plus
- 1 Plus
- 0 Aucun changement
- 1 Moins
- 2 Beaucoup moins

2014 2015 2016

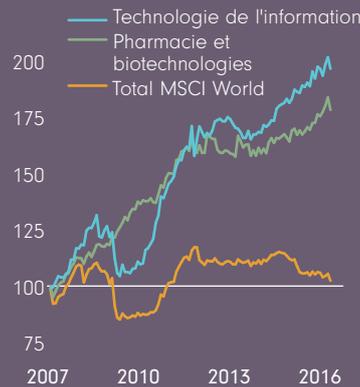
Sources

1. Notes S&P, août 2015 ; Goldman Sachs, janvier 2016 ; 3. Banque mondiale, janvier 2016 ; 4 Diane Coyle @ FT.com, novembre 2015, Eurostat, ONS, janvier 2016

L'INNOVATION FAVORISE LA CROISSANCE

L'innovation est assortie d'une prime lorsque la croissance est rare

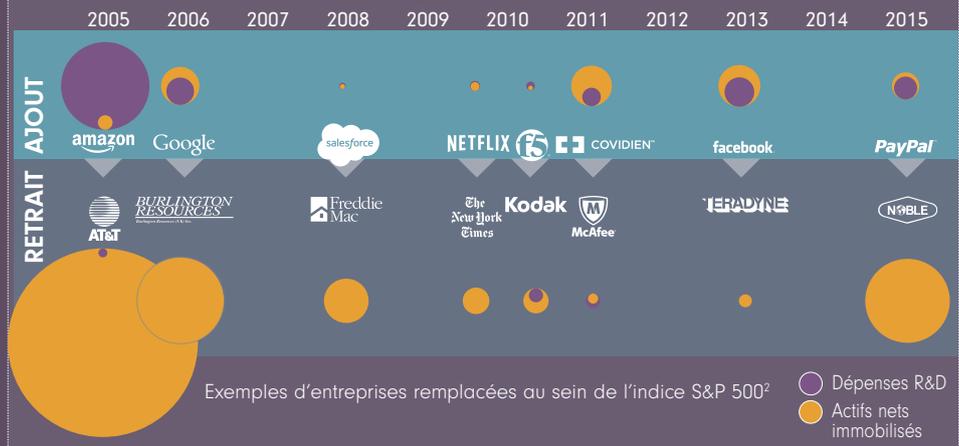
Les technologies et les biotechnologies surperforment le marché...



Bénéfices des entreprises informatiques, pharmaceutiques et biotechnologiques par rapport au total du MSCI World¹

...les technologies de rupture séparant les leaders des lanternes rouges

Évolution de la composition de l'indice S&P 500



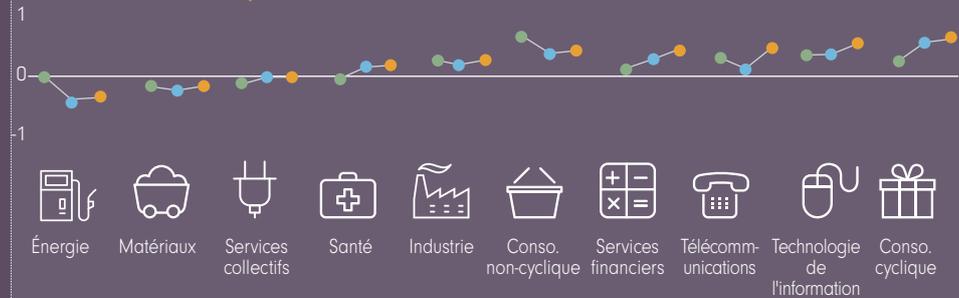
L'informatique prend la tête du classement des secteurs directement touchés par les technologies de rupture

Augmentation attendue des dépenses informatiques dans la plupart des secteurs



AS 16

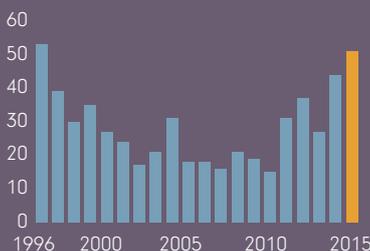
Impact largement positif des technologies de rupture dans le secteur informatique



AS 16

C'est la R&D, plutôt que les technologies, qui stimule l'innovation dans la santé

Autorisations de mise sur le marché de médicaments par la FDA à un plus haut sur 19 ans



AS 16

Le vieillissement de la population étant un facteur positif majeur



AS 16

Sources

1. Datastream, février 2016, recalculé en base 100 au 15/01/2007 ; 2. Indice S&P Dow Jones, SEC, février 2016. Dépenses R&D et actifs nets immobilisés retirés de l'indice ou ajoutés à la fin de l'année, PayPal/Noble 2014 ; 3. SRxA Word on Health, janvier 2016, forbes.com, février 2016

OPPORTUNITÉS D'INNOVATION DANS LES TECHNOLOGIES DE L'INFORMATION ET LA SANTÉ

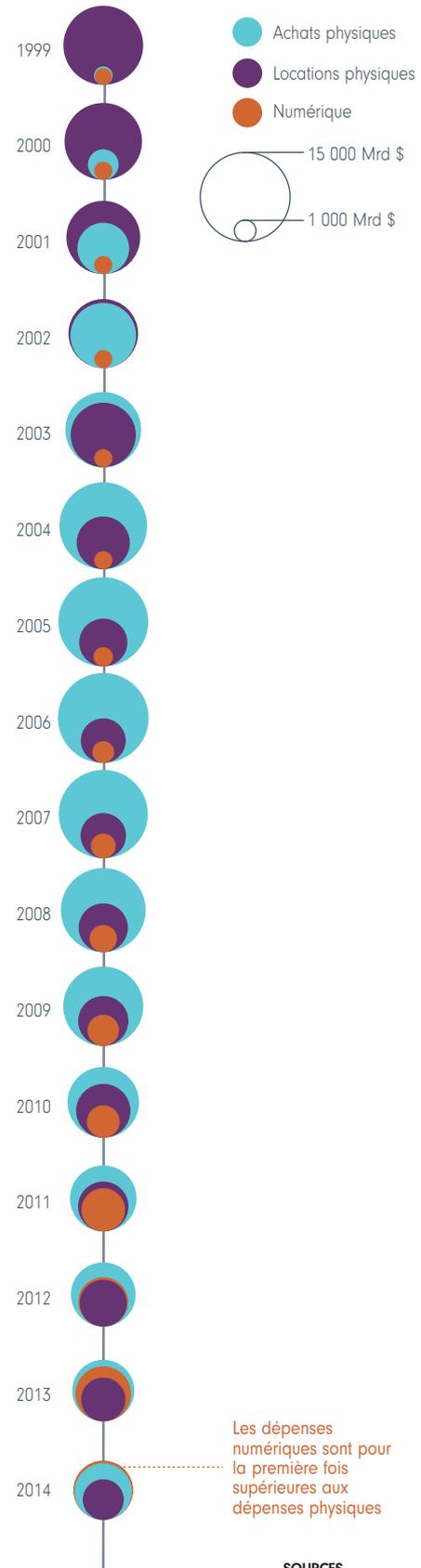
Depuis un certain temps, notre recherche souligne l'importance de l'innovation dans un environnement de croissance nominale faible. Lorsque la croissance se fait rare, les entreprises ou les secteurs réellement innovants se vendent à prix d'or. Notre enquête confirme très clairement ce constat. L'impact de l'innovation ressort dans presque tous les secteurs (et dans différentes questions de l'enquête), mais est particulièrement visible dans la santé et les technologies de l'information où elle crée des opportunités de marché et des flux de revenus.

Les technologies de l'information sont évaluées comme le secteur où l'impact direct des technologies de rupture est le plus élevé. Les nouvelles technologies perturbent l'environnement plus vite que jamais, redéfinissant les groupes de revenus dans un certain nombre d'industries et ouvrant une multitude d'opportunités. Il ne s'agit pas uniquement des entreprises qui développent de telles technologies, mais également de celles qui fournissent l'infrastructure nécessaire. L'explosion de la consommation numérique, par exemple, implique de développer des lieux de stockage numériques appropriés et un accès aux données à la demande, tandis que le passage au cloud stimule la demande en services de sécurité Internet renforcés. Des titres tels que Microsoft ou SAP pourraient fortement bénéficier de la transition vers le cloud. Un certain nombre de technologies émergentes pourraient prochainement devenir accessibles au grand public et créer de nouvelles opportunités (réalité virtuelle, impression 3D professionnelle, échanges de crypto-monnaie, etc.).

Les technologies de l'information bénéficient de la hausse des dépenses informatiques qui, selon nos analystes, devrait se poursuivre dans tous les secteurs à l'exception de l'énergie, des matériaux et des services publics. La majorité de ces investissements restent alloués aux logiciels, mais une part de plus en plus importante est affectée aux services mobiles et cloud.

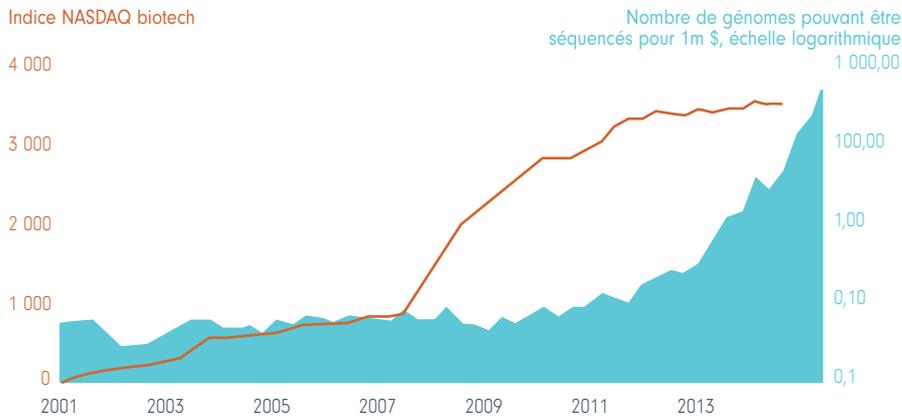
Mais alors qu'elles stimulent l'innovation, les nouvelles technologies sèment aussi des perturbations significatives dans leur sillage. Par conséquent, des recherches approfondies sur les tendances, les leaders et les retardataires sont vitales. Globalement, le secteur des technologies de l'information semble envisager ces perturbations avec sérénité : la confiance des dirigeants se renforce et les bilans sont de plus en plus prudents. Les entreprises pourraient garder des cartouches en réserve pour des projets de fusions-acquisitions, une probabilité considérée par nos analystes comme encore plus élevée que l'an dernier.

ÉVOLUTION DES DÉPENSES DE LOISIRS AUX ÉTATS-UNIS¹³



SOURCES
 13. Goldman Sachs, avril 2015

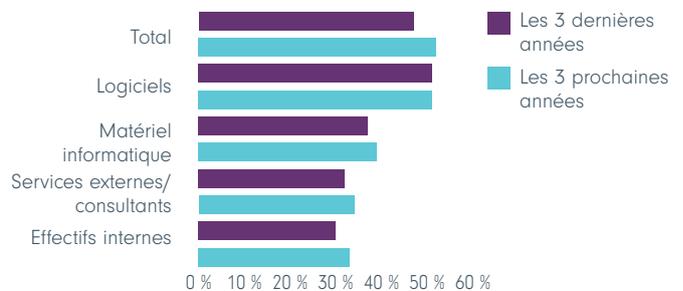
GRÂCE À LA DIMINUTION DU COÛT DU SÉQUENÇAGE DU GÉNOME, LA RECHERCHE DÉCOLLE AVEC DES ÉVOLUTIONS PROMETTEUSES¹⁴



Dans la santé, l'innovation est de nature légèrement différente, car davantage intégrée dans la recherche et le développement (R &D) que dans les nouvelles technologies. La plupart des innovations actuelles sont portées par le vieillissement de la population mondiale (considéré par nos analystes comme un facteur positif majeur pour la santé au cours des 10 prochaines années) et la recherche de traitements des maladies chroniques. Le séquençage du génome soutenu par la chute des coûts et une R &D plus ciblée devraient se traduire par un grand nombre d'autorisations de mise sur le marché de la part de la Food and Drug Administration (FDA) aux États-Unis. Le cycle d'innovation du secteur de la santé dure généralement dix ans. Il en est à sa troisième année avec un portefeuille très solide de découvertes et de nouveaux traitements. De nouveaux traitements contre l'hépatite, une maladie autrefois incurable qui peut aujourd'hui être soignée efficacement, et la sclérose en plaques ont été les premières réussites de la vague actuelle. Les prochains résultats attendus concernent la recherche contre le cancer (développement de l'immunothérapie), qui présente un cycle de développement légèrement plus long (10-15 ans), et Roche en leader éventuel du domaine de l'oncologie. Ces réalisations sont alimentées par l'innovation et continuent de soutenir la croissance à plus long terme de la santé.

C'est la raison pour laquelle la confiance des dirigeants des groupes pharmaceutiques devrait demeurer élevée en 2016, avec une nette majorité de nos analystes tablant sur une hausse ou une stabilisation de la confiance par rapport à l'année dernière. En outre, dans l'ensemble, la rentabilité du capital devrait continuer d'augmenter : la santé fait figure d'exception dans le secteur des biens de consommation non-cyclique. Le bas niveau des taux d'intérêt devrait soutenir l'activité des fusions-acquisitions alors que les groupes pharmaceutiques cherchent à étoffer leurs gammes de produits en absorbant des concurrents innovants de plus petite taille. Les analystes prévoient une activité de fusions-acquisitions de modérée à élevée en 2016, en très léger repli par rapport à l'année dernière. Malgré les niveaux élevés de fusions-acquisitions de ces dernières années, les bilans sont toujours considérés comme sains et ne restreindront pas significativement l'activité future.

DÉPENSES INFORMATIQUES, ÉVOLUTION NETTE¹⁵



SOURCES
 14. Goldman Sachs, avril 2015
 15. Fidelity International, janvier 2016

LE SOUTIEN DU SECTEUR DE LA CONSOMMATION

Le nouveau grand thème de cette année est la solidité relative de la consommation par rapport à de nombreux autres secteurs. De larges pans de l'économie (énergie, matériaux, industries et services collectifs) sont pénalisés par le bas niveau des prix des matières premières et la baisse mondiale des dépenses d'investissement et il faudra peut-être plusieurs années pour renouer avec la rigueur nécessaire en termes de coûts et d'investissement et restaurer ainsi l'équilibre entre l'offre et la demande. Pendant ce temps, il est essentiel que le secteur des services se maintienne pour éviter une crise mondiale ultérieurement dans l'année. Les résultats de notre enquête sont encourageants à cet égard.

Les secteurs de la consommation affichent un score moyen de 5,6 dans notre indicateur de sentiment, soit plus de 10 % au-dessus de la moyenne de l'ensemble des secteurs et un résultat bien meilleur que l'an dernier où ils se situaient en-dessous du score global. Plus précisément, la consommation cyclique est le seul secteur de l'enquête 2016 à obtenir un score supérieur à celui de l'année dernière.

Cette stabilité transparait dans l'ensemble des indicateurs clés de l'enquête. Une majorité d'analystes estime que la confiance des dirigeants demeurera stable, que les dividendes se maintiendront ou augmenteront et que la croissance des bénéfices proviendra de l'augmentation de la demande finale ou des nouveaux marchés et produits. En outre, l'endettement demeurera au même niveau que l'an dernier ou diminuera, dans la mesure où les bilans sont jugés prudents, ce qui renforce les défenses du secteur. Les entreprises sont également considérées comme plus enclines à embaucher cette année que tous les autres secteurs, à l'exception des technologies de l'information. Le ralentissement de la croissance en Chine (et dans une moindre mesure la récession dans de nombreux autres pays émergents) est jugé comme un obstacle modéré pour les entreprises exposées à ces marchés,

mais inexistant pour les autres ; près de la moitié des analystes déclarent que ces événements n'ont pas d'impact sur les plans d'investissement stratégiques de leurs entreprises.

La réussite relative des secteurs de la consommation dans notre enquête tient essentiellement au contexte macroéconomique qui caractérise la plupart des marchés développés. Les revenus disponibles des consommateurs bénéficient du niveau durablement bas des prix de l'énergie, plus largement de l'inflation faible et, sur de nombreux marchés développés (notamment aux États-Unis), de la hausse des salaires réels, de l'emploi et des prix de l'immobilier résidentiel.

Notre enquête identifie tous ces facteurs, mais l'impact du bas niveau des prix du pétrole est particulièrement visible. Parmi l'ensemble des secteurs, la consommation est considérée comme celui qui devrait tirer le plus grand profit de la baisse des prix de l'énergie. Bien entendu, ce n'est pas nouveau : le bas niveau des cours du pétrole était supposé voler au secours des prévisions de croissance de plus d'une économie l'an dernier, mais au final la manne financière a davantage gonflé les comptes en banque que les poches des commerçants. Les observateurs ignorent souvent que sur les marchés

émergents, notamment en Chine, les prix de l'essence à la pompe ne sont pas toujours étroitement liés aux prix du pétrole compte tenu de la réglementation du marché de l'énergie et de la fixation des prix.

Certains économistes notent que la manne financière issue de la baisse des prix du pétrole est souvent dépensée avec un temps de retard considérable, mais qu'il semble aussi que, mus par des préoccupations économiques plus larges, les consommateurs préfèrent épargner plutôt que de dépenser. Ainsi, les consommateurs américains n'ont dépensé que 45 % du coup de pouce offert à leur revenu disponible par la chute des prix du pétrole depuis la mi-2014. Une analyse approfondie des habitudes de consommation révèle que les consommateurs ont davantage dépensé lorsque la chute des prix du pétrole était légère, mais qu'en période de fortes fluctuations, ils ont préféré épargner une grande partie du coup de pouce financier, craignant que cette volatilité ne pénalise la croissance économique. Par conséquent, une certaine stabilité des prix de l'énergie soutiendrait la consommation et plus globalement la croissance.²

NOTES

2. SGCI, janvier 2016.

Et les prix de l'énergie ne sont pas les seuls à être au plus bas. De nombreux autres biens de consommation ont connu une faible inflation ces dernières années, comme en témoigne la quasi-absence de pressions inflationnistes. Aux États-Unis, premier marché de consommation au monde, la baisse des dépenses quotidiennes a été si importante que le pourcentage des dépenses totales de carburant et de produits alimentaires a atteint un niveau plancher inédit depuis plusieurs années.

Pour les producteurs de biens de consommation, ces tendances désinflationnistes (voire déflationnistes) peuvent être une épée à double tranchant. La baisse des coûts de production de l'énergie fait diminuer les coûts de transport, de logistique et d'emballage, et dope donc les marges opérationnelles des entreprises de biens de consommation non-cyclique, mais le pouvoir limité de fixation des prix induit par la guerre des prix entre détaillants peut éroder leurs marges. L'effet qui prendra le dessus dépendra de la structure de chaque entreprise et l'identification de ces tendances requiert une analyse approfondie. De manière générale, les distributeurs sont plus vulnérables que les fournisseurs de contenus. Ainsi, d'importants investissements dans les marques combinés à des partenariats sportifs astucieux ont permis à Nike de conserver ses parts de marché et de ne pas souffrir de la concurrence Internet comme d'autres entreprises du secteur de la consommation telles que Macy's. Et si nous devons citer une entreprise agroalimentaire qui n'aurait pas été affectée par les perturbations de la concurrence tout en bénéficiant de la baisse des coûts de production, ce serait le géant suisse Nestlé.

Ces pressions sont intensifiées par les perturbations en cours dans le secteur, un thème récurrent dans toute notre enquête. Les entreprises spécialisées dans les biens de consommation cyclique y sont particulièrement vulnérables : nos analystes évaluent majoritairement l'impact des technologies de rupture de modéré à élevé. (Cet impact est plus prononcé uniquement dans les technologies de l'information et les télécommunications.) L'offensive d'Amazon contre le positionnement de marché de Walmart montre la rapidité à laquelle l'avance concurrentielle d'une entreprise peut s'effriter lorsque celle-ci se situe du mauvais côté de la rupture induite par l'innovation. Le système de commande et de livraison en ligne d'Amazon s'est révélé tellement plus efficace que l'entreprise a réussi à ravir une part de marché significative à de nombreux détaillants ayant pignon sur rue en seulement quelques années. Les groupes de médias sont particulièrement exposés à l'innovation et à la rupture qu'elle entraîne, comme en témoigne le succès de Netflix dont les services innovants et populaires en ligne ont prospéré aux dépens des opérateurs du câble et des chaînes de télévision.



Notre thème le plus important cette année porte sur la robustesse des secteurs de la consommation en comparaison de nombreux autres secteurs.



CONDITIONS FAVORABLES À LA CONSOMMATION

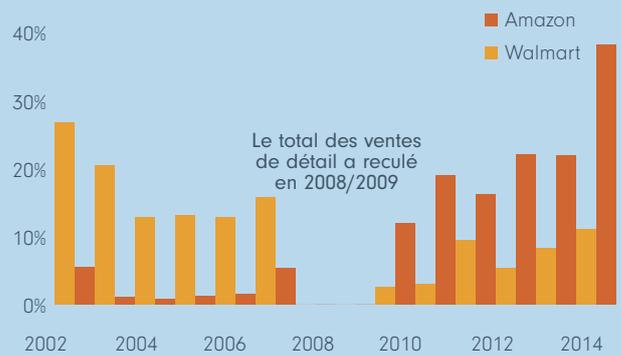
Un fossé creusé par la concurrence et les technologies de rupture

La désinflation stimule les marges opérationnelles, mais occasionne une concurrence féroce



Cours de Nestlé, de Macy's et de Nike, recalculé en base 100 au 30/01/2015¹

La rupture entraînée par l'innovation bouscule l'univers de la distribution



Contribution d'Amazon et de Walmart à la croissance annuelle des ventes de détail²

La consommation tire parti de la faiblesse de l'inflation et des prix du pétrole

La confiance est supérieure à la moyenne dans les secteurs de la consommation...



Note de la confiance des secteurs de la conso. par rapport à la moyenne

AS 16

...et c'est le pétrole bon marché qui devrait avoir l'impact le plus positif

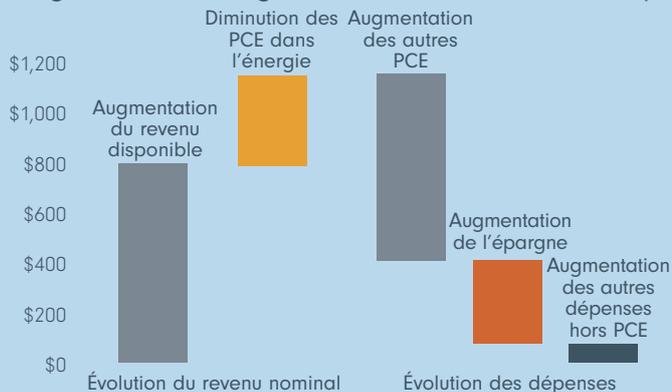


Évaluation par les analystes de l'impact de la faiblesse des coûts de l'énergie sur leur secteur sur les 12 prochains mois

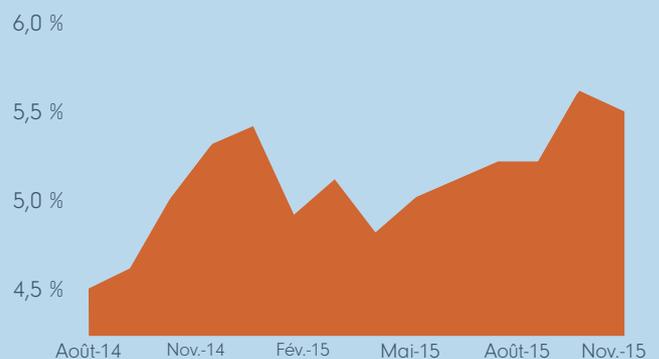
AS 16

Toutefois, l'incertitude économique et la volatilité des marchés incitent à épargner plutôt qu'à dépenser

L'argent économisé grâce à la faiblesse des cours pétroliers est en grande partie épargné



Décomposition de l'évolution du revenu nominal et des dépenses par habitant depuis juin 2014³



Épargne personnelle en pourcentage du revenu disponible⁴

Sources

1. Datastream, février 2016 ; 2. US census.gov, Factset, Wells Fargo Securities LLC, janvier 2016 ; 3. BEA, Réserve fédérale, Evercore IS, janvier 2016. PCE = dépenses de consommation personnelles ; 4. Banque fédérale de réserve de Saint-Louis, février 2016

DES SERVICES FINANCIERS EN PLEINE ÉVOLUTION

Les résultats de l'enquête soulignent un niveau de risque accru dans le secteur financier en écho aux profondes inquiétudes concernant les perspectives de croissance. Mais nous avons également constaté une amélioration des fondamentaux dans le sillage du durcissement de la réglementation. Ces signes d'amélioration des fondamentaux sont parfois aux antipodes de la confiance des investisseurs, comme attesté par la sous-performance des valeurs bancaires au deuxième semestre 2015 et début 2016.⁴ Ce hiatus entre la perception du marché et l'analyse fondamentale peut toutefois générer une réelle volatilité au sein du secteur.

L'horizon qui s'offre aux valeurs des services financiers dépend dans une large mesure de la vigueur de la croissance économique et de l'évolution des taux d'intérêt. Dans l'assurance, la baisse des rendements compresse les revenus d'investissement et réduit du même coup les positions de solvabilité. Dans la banque, le ralentissement de la croissance économique tend à freiner l'activité de prêt et le bas niveau des taux d'intérêt et des rendements pèse sur les marges nettes d'intérêts. On en retrouve l'illustration dans la corrélation étroite entre la performance des valeurs bancaires et les indices de surprise économique ou dans la relation entre les provisions bancaires et la progression du PIB. Ce rapport explique aussi la révision à la baisse continue des prévisions de résultats de nombreuses banques depuis plusieurs années. La dégradation des perspectives de croissance ou de taux d'intérêt s'accompagne toujours d'une montée en flèche de l'inquiétude des investisseurs.

Au vu de la faiblesse des secteurs de l'énergie et des matières premières, l'exposition du secteur financier aux actifs de l'énergie a été tout particulièrement surveillée. À titre d'exemple, les assureurs allouent environ un tiers de leurs investissements à des obligations d'entreprises dont les spreads ont sensiblement grimpé en 2015. Pourtant, cette catégorie de titre présente généralement un niveau de qualité élevé avec plus de 90 % de titres investment grade, qui plus est généralement conservés jusqu'à l'échéance. Parallèlement, les actifs de l'énergie, dont les notations sont abaissées, ne représentent qu'une petite part des investissements obligataires de leurs portefeuilles et concernent les émissions de meilleure qualité.

Le repli prolongé des prix du pétrole a également fait craindre un risque de provision sur les prêts des banques au secteur de l'énergie. Mais si l'exposition des banques aux compagnies pétrolières et gazières est d'environ 27 % de la valeur comptable de l'actif corporel, l'impact des pertes sur prêts par rapport aux prévisions de résultats pour 2016 et 2017 reste surmontable pour la plupart des institutions bancaires.⁵ La dégradation moyenne rapportée aux résultats 2016 et 2017 combinés serait de 7 % en Europe et ne dépasserait pas 4 % pour la zone États-Unis/Europe/Canada.⁶

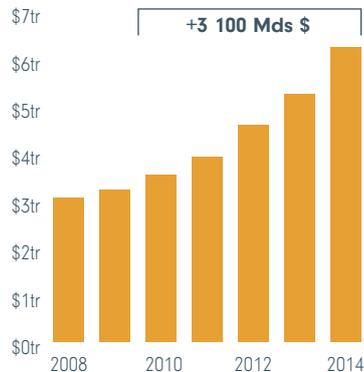
Pourtant, ce ne sont pas là les seules incidences possibles des cours du pétrole sur les financières. Les fonds souverains liés au pétrole ont été d'importants acquéreurs d'actifs financiers ces dernières années. En réalité, leurs investissements cumulés sur les marchés financiers entre 2010 et 2014 sont tellement énormes qu'ils rivalisent avec ceux du programme QE de la Réserve fédérale américaine et qu'ils éclipsent de loin la croissance du bilan de la Banque centrale européenne et de la Banque du Japon réunies. Une bonne partie de ces investissements a été consacrée à des actifs financiers. Pourtant, au fil de la dégringolade des cours du pétrole à partir de la mi-2014, les balances courantes des pays producteurs de pétrole se sont réduits comme peau de chagrin et leurs excédents budgétaires se sont évaporés. Pour compenser le manque à gagner dans les budgets, les fonds souverains ont commencé à liquider leurs participations. Tant que les prix du pétrole resteront au plancher et les balances courantes déficitaires, ces fonds n'agiront plus comme des éponges pour les actifs financiers.



Le secteur financier est une parfaite illustration du bien-fondé de la recherche crédit. Il y existe une nette différenciation entre les sociétés aux bilans solides, capables de surmonter les turbulences du marché et celles dont les résultats futurs sont compromis par leur endettement et l'insuffisance de leurs flux de trésorerie.



FORTE AUGMENTATION DES ACTIFS DES FONDS SOUVERAINS¹⁶



Par ailleurs, la diminution de la liquidité contribue également à la volatilité des marchés. De manière générale, la liquidité des marchés obligataires a subi le contrecoup des nouvelles réglementations fondées sur les risques liés aux activités de banque d'investissement (à l'instar de la loi Dodd-Frank aux États-Unis). Les banques d'investissement doivent désormais conserver dans leurs bilans d'importantes quantités de liquidités et de capital à l'appui de leurs opérations de trading sur les taux, les devises et les matières premières. Par conséquent, nombre d'entre elles renvoient à la baisse ces opérations et réduisent en cela la liquidité des marchés obligataires et la capacité du marché à transférer le risque. Tous ces phénomènes ont pour résultat d'amplifier la volatilité des marchés.

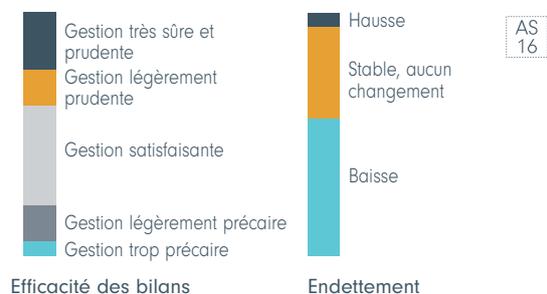
Les obligations des banques subissent de plein fouet cette volatilité parce qu'elles représentent souvent une large part des indices de marché. La banque étant une activité gourmande en capital et les nouvelles réglementations imposant une quantité de dette élevée pour couvrir les pertes et assurer des bilans solides, les établissements bancaires sont des émetteurs de premier plan, par la fréquence comme par le volume, de dette à longue échéance. En revanche, grande différence par rapport à 2008, les banques sont largement moins exposées à la dette à court terme.

L'importance des risques qui pèsent sur le secteur financier est due aux liens qui existent entre la finance et l'économie réelle. Dans ce secteur, les banques sont particulièrement fragilisées par l'évolution des perspectives en matière de croissance du PIB ou d'inflation, tout spécialement si elles sont aggravées par le risque politique - à l'instar d'un « Grexit » ou d'un « Brexit » - ou par le manque d'efficacité des politiques budgétaires ou monétaires. Ces inquiétudes peuvent se traduire par une baisse de la demande de crédit (les entreprises freinant les investissements), un resserrement des conditions d'emprunt (avec un impact négatif sur le marché de l'immobilier et les PME par exemple), une augmentation des coûts de financement et de dépôt (accroissement du coût du crédit pour l'économie réelle) et une réduction de la liquidité (avec une moindre capacité d'absorption du risque par les banques). Du fait de l'agitation des marchés et de la remise en question de la rentabilité des banques, il pourrait devenir difficile d'émettre des instruments à même de doper le capital. Lorsque les marchés dérapent, ces canaux de transmission peuvent transformer les inquiétudes en prophéties auto-réalisatrices.

Et pourtant, malgré l'obstacle que constituent la faiblesse des taux d'intérêt, de la croissance et de l'appétit pour le risque pour la progression des résultats des établissements financiers, nos analystes estiment ce secteur suffisamment vigoureux pour affronter les vents contraires qui le balaient. Ils pensent aussi que ses acteurs ont encore de la marge de manœuvre pour améliorer leurs positions de bilan. Depuis la crise financière de 2007/08, le secteur s'est constitué un large capital-tampon grâce à la nouvelle réglementation en place et se trouve donc aujourd'hui en bien meilleure forme qu'il l'était au plus fort du dernier boom. Concernant la Chine où la croissance fléchit depuis plusieurs années, nos analystes ont opté depuis longtemps pour une vision prudente du secteur des services financiers en privilégiant les banques de qualité supérieure, mieux capitalisées.

En général, on observe des pertes lourdes à la suite d'une phase prolongée de hausse du marché qui entraîne des pratiques de prêt risquées et des attentes exagérées. Mais dans une bonne partie du monde développé, les ménages et les sociétés se désendettent et le bas niveau des taux d'intérêt contribue à réduire la pression sur les emprunteurs. Ces dernières années, les banques ont fait preuve de prudence dans leurs décisions de prêt et ont diminué la part du risque dans leurs bilans. L'endettement est en baisse, il est même le plus bas jamais observé depuis des décennies pour les banques européennes. La qualité de crédit s'améliore sans cesse et les portefeuilles de créances douteuses s'amenuisent. Grâce à cette solidité largement renforcée des positions de capital, le financement et la liquidité ne sont plus un risque réel pour le secteur bancaire dans son ensemble, ce qui explique l'évaluation (moyenne au niveau mondiale) que font nos analystes des positions de bilans, qu'ils jugent de plus en plus prudentes avec des réserves de liquidité en hausse et des besoins de financement moindres. Dans ce contexte, il est probable que les positions de capital continuent de progresser.

ÉVALUATION PAR LES ANALYSTES DE L'EFFICACITÉ DES BILANS ET DE L'ENDETTEMENT DES SERVICES FINANCIERS



NOTES

- Mesuré par l'écart entre les indices MSCI ACWI Energy et MSCI ACWI Financials entre août 2015 et février 2016.
- Taux de perte implicites d'environ 8-10 %. En comparaison, pendant les cycles précédents, les taux de défaut avaient atteint un pic à 13,5 % en 2009 et 10 % en 2002 sur le marché du haut rendement mondial et ces taux s'étaient établis respectivement à 15 % et 11 % dans le haut rendement américain et 13 % et 13 % dans le haut rendement européen. Source : Fidelity International, février 2016.
- Fidelity, estimations Autonomous Research, décembre 2015

SOURCES

- Barclays Research, février 2016

et que les niveaux d'endettement baissent, sous l'effet de l'intervention active des régulateurs. Par ailleurs, là où l'endettement progresse, ce n'est pas lié à une dégradation des flux de trésorerie mais plus souvent à des bilans et des résultats suffisamment solides pour permettre des distributions aux actionnaires sous la forme de dividendes ou de rachats d'actions. Par ailleurs, les résultats de l'enquête montrent que les analystes pensent globalement que les dividendes peuvent encore gagner du terrain, moins d'un sur dix anticipant une baisse des dividendes ou pas de dividendes du tout sur leur segment du secteur.

À mesure que la réglementation financière continue d'évoluer, il n'est pas surprenant de la voir s'imposer comme un axe prédominant cette année encore. La plupart des analystes interrogés dans le cadre de notre enquête considèrent qu'elle exercera une influence notable sur les services financiers au cours des deux années à venir. Seuls les services collectifs et les télécoms sont considérés comme encore plus exposés aux effets de la réglementation. Mais alors que dans nombre d'autres secteurs elle est essentiellement un frein à la croissance, dans la finance elle sous-tend les fondamentaux du secteur à long terme. Elle est donc un facteur positif pour la croissance à moyen terme parce qu'elle diminue les risques de déséquilibres de bilan ou de crises de liquidités susceptibles de faire chavirer les sociétés en cas de panique du marché.

Pourtant, la réglementation n'est pas le seul facteur qui façonne l'avenir des services financiers. Il est intéressant de souligner que les analystes pointent également une sensibilité croissante à l'innovation et ses effets de rupture et tablent donc sur une hausse des dépenses informatiques à travers le secteur. Si l'innovation de rupture a été moins systématique que dans l'informatique, les technologies et business models d'un nouveau genre peuvent réellement bousculer les positions établies. Mais c'est également là que les opportunités de croissance se trouvent.

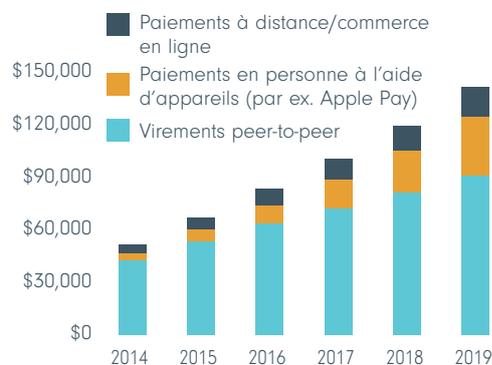
Les principaux moteurs de ces nouvelles technologies financières, souvent simplement appelées les « fintech », sont la pénétration croissante d'Internet, la préférence pour les achats en ligne et la confiance grandissante envers les plates-formes technologiques. Les exemples s'étendent des applications de « Bitcoins » et de plates-formes d'échange des cryptodevises (où ces cryptodevises peuvent être échangées, y compris en dollars US ou en euros) aux applications de paiement mobiles, aux « robo-conseillers » dans les services financiers aux particuliers et au financement communautaire. Les fournisseurs de services financiers se tournent également de plus en plus vers les technologies de gestion de comptes en ligne et autres outils comme les technologies de reconnaissance vocale pour créer des portails web bien plus interactifs.

Il est probable qu'à l'avenir les fintech accentuent la pression concurrentielle et sapent les marges de ceux qui ne réagiront pas à temps, mais nos analystes ne voient que peu de signes d'une telle situation pour le moment. Ils nous parlent plutôt d'une évolution des performances presque exclusivement imputable à la gestion des coûts, au pouvoir de fixation des prix des sociétés et à leur fragilité face au ralentissement de la demande. Les nouveaux produits ou technologies de rupture ou encore la concurrence émanant des nouveaux acteurs sur le marché ne représentent encore qu'une faible part de leurs réponses. De la même façon, la

réduction des coûts et les gains d'efficacité sont perçus comme les principaux vecteurs de croissance des résultats. Dans un tel contexte, il n'est guère surprenant qu'on perçoive un tassement des performances des services financiers et qu'un tiers des analystes constatent une légère hausse des taux de défaut dans leur partie du secteur.

Si ce sont souvent la banque, l'assurance ou les fintech qui se trouvent sous les feux de la rampe, la gestion d'actifs et de patrimoine, les sociétés de traitement des opérations, les prestataires de services financiers diversifiés et les sociétés immobilières font également partie de ce secteur d'activité et les pressions du marché y sont peut-être considérées comme moins fortes. Citons l'exemple de Deutsche Boerse, la Bourse allemande, qui offre une rentabilité du capital élevée et une croissance solide. Grenke Group, acteur de niche diversifié de grande qualité dans les services de leasing, bancaires et d'affacturage sur le marché européen, a enregistré une progression spectaculaire de 26 % de ses affaires nouvelles en 2015, soit une hausse de 24 % du résultat net du groupe et de nouvelles projections de croissance vigoureuses pour 2016.⁷

LES PAIEMENTS MOBILES ATTEINDRONT 142 MDS \$ AUX ETATS-UNIS D'ICI 2019¹⁷



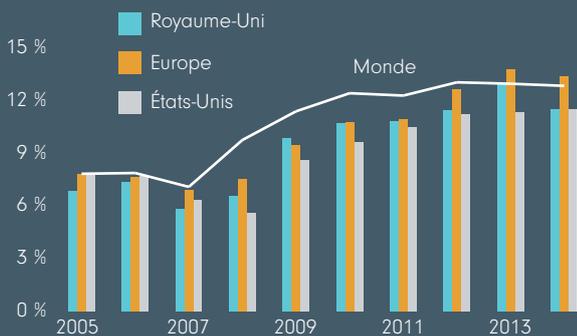
SOURCES
17. Fidelity International, janvier 2015

NOTES
7. Communiqués de presse Grenke, 5 janvier et 10 février 2016

LES CAPITAUX PROPRES PERMETTENT AUX SERVICES FINANCIERS DE FAIRE FACE AUX RISQUES

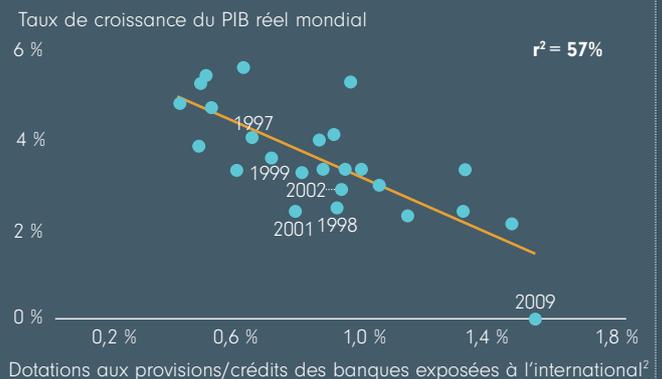
Les services financiers sont un baromètre des **conditions macroéconomiques globales**

Les fondamentaux des financières se sont améliorés



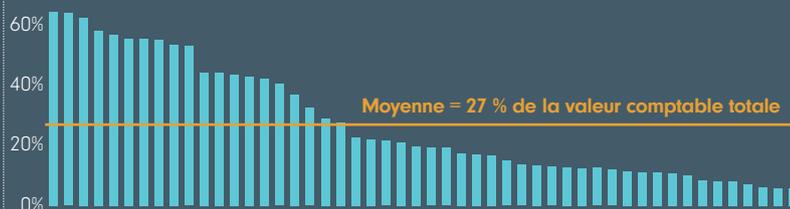
Le ratio des capitaux propres sur les actifs des banques du G4 s'est amélioré depuis la crise financière¹

Le ralentissement de la croissance et la hausse des taux d'intérêt pèsent sur la rentabilité



Le secteur est **exposé aux matières premières** des deux côtés du bilan

L'exposition moyenne des banques au pétrole est importante, mais elle varie considérablement



Exposition des banques internationales au pétrole, pourcentage de la valeur comptable totale³

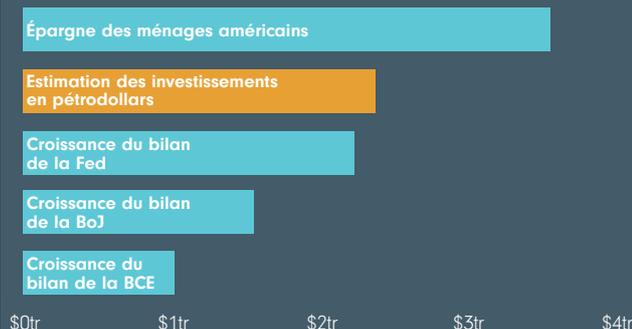
Les fonds souverains assis sur les revenus du pétrole sont de gros acheteurs d'actifs financiers



Estimation des achats d'actifs financiers²

Les fonds souverains ne vont plus absorber les actifs financiers

L'ampleur des investissements dans la richesse pétrolière est comparable au QE...



Cumul de 2010 à 2014²

...mais il est peu probable qu'elle se répète



Balances courantes du Moyen-Orient⁴

Sources

1. Ratios Core Tier 1, Fidelity International, février 2016 ; 2. Autonomous Research, février 2016. Moyenne de Deutsche, Commerz, BNP, Soc Gén, Santander, BBVA, HSBC et StanChart ; 3. Estimations Autonomous Research, février 2016 ; 4. Absolute Strategy Research, février 2016, prévisions du FMI de 2016 à 2020, février 2016



MULTIPLICATION DES RISQUES

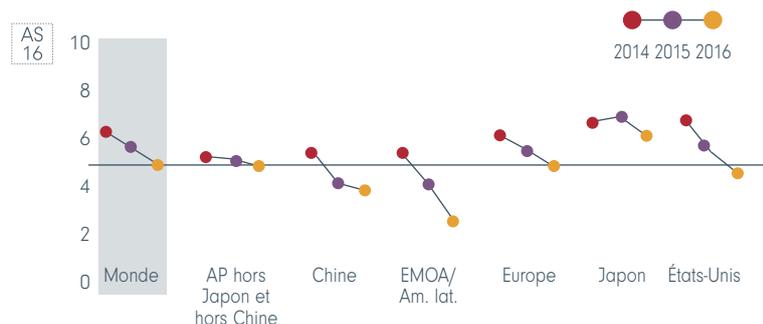
LA MONTÉE DE L'INCERTITUDE ET DE LA COMPLEXITÉ

Si les résultats de l'année dernière faisaient ressortir une solidité raisonnable, ceux de cette année laissent apparaître des zones de crise de confiance, soulignant que même parmi les analystes qui voient les fondamentaux de leur secteur s'améliorer, ces améliorations sont considérées comme plus marginales que l'an passé et plus exposées à des risques extrêmes que dans les précédentes enquêtes. Tous les indicateurs régionaux ont chuté et seul un secteur (les biens de consommation cyclique) est parvenu à gagner du terrain au cours de l'année écoulée. Dans l'énergie, les matériaux et la région EMOA/Amérique latine, la dynamique négative semble s'être sensiblement accélérée, notre indicateur composite chutant plus bas dans la « zone froide » inférieure à cinq.

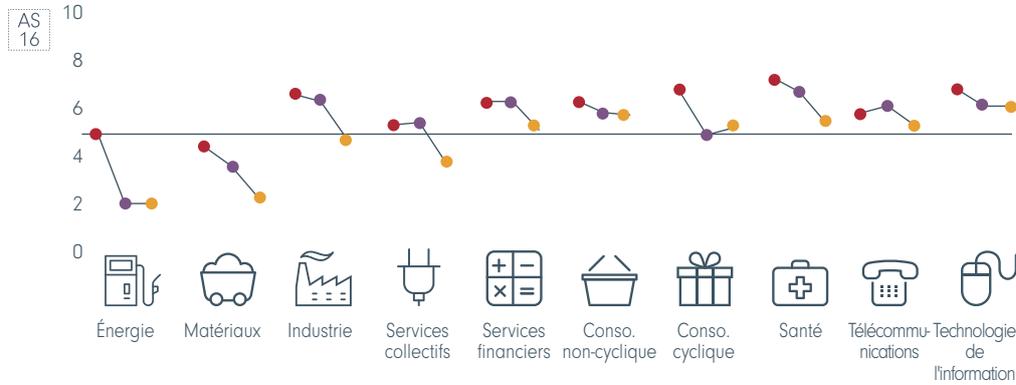
TROUBLES GÉOPOLITIQUES

Nous avons demandé pour la première fois à nos analystes si le risque géopolitique conduisait les entreprises à modifier leurs plans. Si la plupart font état d'un impact, la région EMOA/Amérique latine vire dans le rouge avec près de la moitié des réponses affirmant que le risque géopolitique a un impact significatif sur les programmes d'investissements stratégiques de leurs entreprises. Ailleurs, le risque géopolitique est moins cité comme l'une des questions essentielles, mais il n'est pas pour autant considéré comme un vecteur de croissance. Plus de la moitié de l'ensemble des analystes, où qu'ils se trouvent, identifient un impact sous une forme ou une autre, tout particulièrement en Europe où la proportion monte à 78 %. Les secteurs de la « vieille industrie » sont les plus vulnérables, ce qui illustre bien leur prédominance en EMOA et Amérique latine.

RECU DE TOUS LES INDICATEURS INTERNATIONAUX ET RÉGIONAUX



**SEUL UN SECTEUR A PROGRESSÉ L'ANNÉE DERNIÈRE :
 LES BIENS DE CONSOMMATION CYCLIQUE**



Si certains des risques réels énumérés par les analystes ne font pas de doute, l'éventail de leurs réponses montre bien à quel point l'enjeu peut être grand, comme illustré dans les commentaires qui suivent.

Au plan macroéconomique, l'instabilité géopolitique soulève le risque d'un protectionnisme dans les échanges. Un tel phénomène peut entamer la confiance des consommateurs, dissuader les voyageurs, les touristes et les dépenses de consommation au sens large, les articles de luxe étant tout particulièrement en danger compte tenu de la déstabilisation de l'activité touristique.

Au niveau des entreprises, les chaînes d'approvisionnement peuvent s'en trouver perturbées et le développement à l'étranger exposé à des risques d'exécution, d'où de probables répercussions négatives sur les programmes d'investissement à l'international. Le rapatriement des recettes dans les zones de conflit est souvent difficile et des investissements de remise en état peuvent s'avérer nécessaires une fois le conflit dissipé. De surcroît, tout contrôle des capitaux rend plus complexe encore la remontée des liquidités générées par une filiale vers sa société mère.

Par ailleurs, la hausse des coûts de financement et la volatilité des cours des matières premières, des devises

et des taux d'intérêt rend également plus périlleuse la planification des activités à plus long terme. L'assurance se fait plus chère en écho à des perspectives assombries et à la hausse des sinistres. La réponse des pouvoirs politiques peut grever la confiance et les investissements et le « nationalisme des ressources » risque de faire sa réapparition, décourageant les investisseurs. Les risques pour la sécurité des données se multiplient lorsque les tensions géopolitiques augmentent, conduisant parfois à une réponse politique inappropriée, alors que la propriété intellectuelle est fragilisée, d'où des retombées néfastes sur les marges et les plans de développement.

Les sources du risque géopolitique sont nombreuses selon nos analystes. Tout en haut de la liste figure l'instabilité du **Moyen-Orient** face à la menace de Daesh. Il en découle des craintes d'interruption dans l'approvisionnement en pétrole et les fluctuations des cours de l'or noir mais aussi d'instabilité budgétaire et politique (notamment pour le régime saoudien). Les embargos ou les sanctions sur les échanges avec la Russie du fait de sa position dans le conflit sont pointés comme des risques potentiels, de même que les contrôles sur les capitaux, la déstabilisation de la Turquie et même l'escalade des tensions militaires entre la Turquie et la Russie. Le conflit ravivé en Ukraine demeure un risque latent aux yeux de certains analystes.



Le principal facteur de risque qui pèse sur les fondamentaux de mon secteur est le ralentissement potentiel de la demande sous l'effet de la réduction du pouvoir d'achat du consommateur final.



Les analystes soulignent également que les sociétés de biens d'équipement perdent des contrats avec la Russie et certains pays du Moyen-Orient. D'autres exportateurs vers la région comme les sociétés informatiques ressentent l'impact du repli des niveaux de confiance des consommateurs et de l'ingérence politique. Les sociétés de services financiers sont confrontées à une hausse des coûts de financement et à des mesures des gouvernements populistes qui affectent leur rentabilité. En Russie par exemple, la plupart des entreprises financières étrangères quittent le marché et les banques locales subissent toujours le coup de sanctions sans aucun accès à des financements extérieurs. Les sanctions russes envers la Turquie pourraient pénaliser les sociétés turques et conduire à une hausse des créances irrécouvrables du côté des banques locales.

Ailleurs dans le monde, les analystes détectent déjà les premiers signes d'un ajustement des plans de développement à l'étranger par les sociétés chinoises en réponse au risque géopolitique alors que le conflit en Mer du Sud et les relations sino-japonaises sont perçus comme un frein aux programmes d'investissement des entreprises à l'échelle de la région. L'incertitude politique et la stabilité du régime sont en jeu en Thaïlande et aux Philippines et le bras de fer entre les deux Corées demeure un risque latent. Les analystes

de l'**Europe** citent le référendum sur le maintien ou non du Royaume-Uni dans l'Union européenne, le fameux « Brexit », et surveillent attentivement l'impact économique, budgétaire et social des larges afflux de migrants sur le continent. Les entreprises considèrent que l'effondrement de la demande en **Amérique latine** accroît le risque de scandale politique, d'agitation sociale et de politiques interventionnistes dans un contexte de finances publiques à sec, les gouvernements cherchant désormais des liquidités auprès d'entreprises publiques qui ne peuvent pas leur échapper. Le virus Zika, qui atteint des niveaux pandémiques dans certaines parties de l'Amérique centrale et du Sud, ajoute une nouvelle dimension dans une région déjà en proie à de nombreuses difficultés. Les perspectives de l'**Afrique** sont obscurcies par la menace d'une nouvelle épidémie d'Ebola ou de Zika, par la progression du terrorisme et les fluctuations de change ; par conséquent, les projets de croissance s'y annulent à vitesse grand V. En Afrique du Sud, les interventions présidentielles incohérentes et d'éventuels contrôles des capitaux sont également cités comme des risques et freinent la bonne volonté des banques à étendre les prêts.



Les assureurs ne devraient pas être directement et peu concernés par les risques géopolitiques en particulier mais l'impact se fera ressentir au travers de la réaction consécutive des marchés financiers. Tout ce qui freine la vitesse de la reprise économique ou introduit de l'incertitude sur le marché ne restera pas sans effet sur les bilans et la capacité de résultats des assureurs.





« Les achats industriels importants sur les marchés de consommation, tels que celui de l'automobile, sont cycliques. Un ralentissement de la reprise économique en Europe ou en Chine mettrait à mal le revenu disponible et la confiance des consommateurs, ce qui aurait des répercussions sur les volumes et les prix sur une base de coûts rigide.



Analyste Industrie

DEMANDE : LE RISQUE ULTIME

Si le risque géopolitique complique l'élaboration des plans stratégiques, il n'est généralement pas cité comme une préoccupation première par nos analystes. Le risque numéro un à l'horizon est le ralentissement de la demande sous l'effet d'une combinaison de facteurs que sont la baisse de la consommation, le manque de pouvoir de fixation des prix des entreprises, les interventions réglementaires et l'inefficacité, voire la nocivité des décisions politiques.

La **croissance de la demande mondiale** est fragile sur bien des fronts. Les conditions macroéconomiques sont favorables pour les consommateurs qui profitent à des degrés différents du bas niveau des prix de l'énergie, de la hausse de l'emploi, de la remontée (relative) des salaires et de la situation propice des marchés du logement. Il est pourtant clair que le consommateur hésite à profiter de l'aubaine des prix du pétrole en des périodes de volatilité des cours et d'inquiétudes de plus en plus vives concernant les perspectives économiques mondiales. Si les marchés immobiliers fléchissaient eux aussi et que la déflation refaisait surface, les consommateurs seraient encore moins enclins à dépenser.

Les valeurs de consommation se retrouveraient en première ligne mais beaucoup d'autres secteurs ne seraient pas épargnés. Les analystes de la technologie de l'information (TI) préviennent par exemple que si les consommateurs américains décidaient finalement de ne pas dépenser la manne des prix bas du pétrole ou si les achats d'automobiles reculaient au Japon, la demande de produits et services dans leurs secteurs en subirait les conséquences. Les analystes du secteur de la santé soulignent que les pressions budgétaires pourraient conduire à une réduction des dépenses de santé publique. L'insuffisance de la croissance de la demande ne manquerait pas d'avoir des retombées sur la qualité des actifs dans de nombreux pans du secteur des services financiers, en particulier si elle s'accompagnait d'une dislocation des marchés actions ou obligataires. Les assureurs non-vie risqueraient de pâtir en cas de hausse des sinistres dans un environnement de fléchissement des prix et la baisse prolongée des taux d'intérêt pourrait entamer l'attrait des produits d'assurance-vie traditionnels, basés sur les spreads, et peser sur la rentabilité des banques.

La Chine joue un rôle crucial dans les perspectives de la demande mondiale. Les analystes du pays mettent en avant l'offre surabondante de biens immobiliers dans les villes de rangs inférieurs, ce qui crée un risque de défaut sur le marché intérieur des obligations d'entreprises, principale source de financement des promoteurs chinois. D'autres analystes préviennent qu'un ralentissement plus marqué de la croissance de la demande chinoise ne serait pas sans effet sur les exportateurs du monde entier, des sociétés japonaises et des banques qui les financent aux marques de luxe et constructeurs automobile en Europe en passant par les sociétés informatiques du monde entier. Un tassement de la consommation chinoise se traduirait aussi par une baisse des dépenses d'investissement et, donc, par un essoufflement de la demande dans l'énergie, les matériaux et l'industrie à travers le monde entier, ce qui ne ferait qu'aggraver la crise dans ces secteurs.

En réalité, deux tiers des analystes déclarent que le ralentissement de l'économie chinoise (et le tassement des marchés émergents au sens large) pèseront sur les programmes d'investissements stratégiques des entreprises. L'impact est quasi universel dans les matériaux, l'industrie et l'énergie, mais n'est pas non plus négligeable dans la technologie de l'information, les services financiers et les biens de consommation. Les États-Unis et leur gigantesque économie nationale sont souvent considérés à l'abri du phénomène mais les données de l'enquête ne confirment pas cette hypothèse, puisque les résultats Outre-Atlantique sont dans la lignée de la moyenne mondiale. Seule l'Europe semble un peu mieux prémunie que les autres régions vis-à-vis de la panne de croissance de la Chine (bien qu'elle soit plus exposée au malaise des marchés émergents dans leur ensemble). La sensibilité du Japon à tous ces marchés explique le moindre optimisme des analystes de ce pays.

Comme bon nombre de réponses le soulignent, la **faiblesse générale du pouvoir de fixation des prix** fait peser un risque encore plus élevé sur la demande. Il s'explique en partie par la désintermédiation continue dans un certain nombre de secteurs, appuyée par les nouvelles technologies et souvent marquée par l'entrée de nouveaux intervenants. Dans les biens de consommation, elle prend souvent la forme de technologies numériques

et de nouvelles entreprises à mesure que les consommateurs adoptent l'achat en ligne. Les grands acteurs de la désintermédiation sont présents par exemple dans le secteur des télécoms, où la concurrence s'accroît et les batailles tarifaires font rage, non sans impact sur le modèle économique de toutes les parties prenantes. Dans l'informatique, les services sur le cloud empiètent sur les prestataires de logiciels et services « sur site ». Mais d'autres facteurs contribuent également à diminuer le pouvoir de fixation des prix. Les surcapacités étouffent de nombreux secteurs et en particulier l'énergie, les matériaux et les services collectifs. Les analystes du secteur de la santé soulignent une baisse de la tolérance face aux augmentations du coût des soins aux États-Unis, le pouvoir de fixation des prix croissant des assureurs américains à la suite d'opérations de rapprochement et le possible frein d'une baisse des dépenses publiques. Les hausses de salaires, quoi qu'encore relativement modestes, pèsent sur la base de coûts de certaines sociétés américaines et britanniques et pénalisent les distributeurs dont la rentabilité est la plus basse et le pouvoir de fixation des prix plus faible (ce qui engendre des conditions proches de celles où le rapport coût du travail/ventes est le plus bas).

De surcroît, la poursuite de la **volatilité des prix des matières premières** serait un obstacle supplémentaire. Plus longtemps les prix des matières premières restent faibles, plus ils entraîneront un endettement supplémentaire et une réduction des flux de trésorerie pour les producteurs, tout particulièrement ceux des marchés émergents qui ont une large base de coûts en USD ou un important volume de dette libellés en USD. Les analystes tablent sur un retour à l'équilibre du marché du pétrole plus tard cette année en soulignant que la viabilité du secteur n'est pas assurée à moins de 45 USD le baril et qu'il est peu probable que l'offre réponde à la croissance continue de la demande à moins de 75 USD. Un effondrement plus prolongé des prix du brut aurait des répercussions sur les industries

du pétrole dans le monde et serait source d'instabilité sur le marché du haut rendement. Certains analystes soulignent toutefois aussi qu'un pic soudain des prix du pétrole ou d'autres matières premières pourrait provoquer une flambée d'inflation et affecter la consommation en l'absence d'autres facteurs pour doper le pouvoir d'achat.

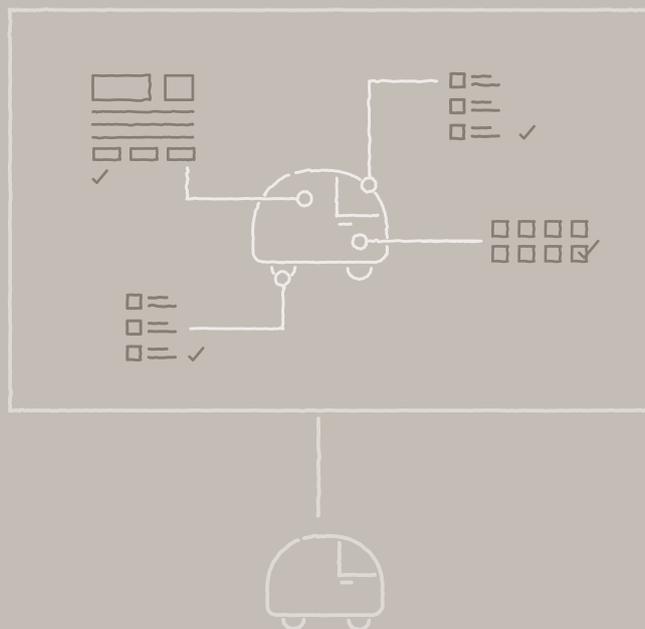
Les **interventions réglementaires et le risque politique** pourraient amplifier l'ensemble des risques mentionnés. Nombre de nos analystes désignent le durcissement de la réglementation comme l'un des facteurs de risque clés pour les fondamentaux de leurs secteurs, dont ils pensent qu'il n'a pas été totalement intégré dans les cours et qu'il manque encore de transparence. Les valeurs des services financiers sont une cible incontestable de la réglementation, de même que le sont les sociétés de santé en Europe et aux États-Unis (où les pouvoirs politiques ont déjà discuté des aspects tarifaires), les télécoms (à la fois dans le monde développé et sur les marchés émergents avec le risque d'une intervention sur les tarifs ou les prix en Chine), les services collectifs, l'industrie, l'informatique (par exemple via la législation sur la vie privée) et la consommation cyclique (via la réglementation des pratiques de jeu au Japon et en Italie ou de nouvelles restrictions sur les achats à crédit en magasin au Royaume-Uni). Les analystes avertissent aussi qu'une intervention monétaire mal choisie sous la forme d'une hausse excessive des taux d'intérêt aux États-Unis ou au Royaume-Uni, pourrait assombrir les perspectives, tant sur le plan intérieur que pour les marchés émergents (où le coup du capital grimperait encore). Les analystes du Japon et de la Chine expriment quant à ceux des inquiétudes quant à l'efficacité des mesures de relance des banques centrales de ces pays. Les analystes des marchés émergents soulignent le risque de systèmes d'imposition plus stricts, d'une intervention des États au détriment des intérêts des actionnaires et d'acquisitions dilutives sous le poids de motivations nationalistes.



« Je me tiens toujours informé des nouvelles technologies et entreprises dans l'univers du numérique, car elles posent un véritable risque pour mes entreprises en termes de désintermédiation.



Analyste biens de consommation cyclique



ANNEXE 1

POURQUOI LA RECHERCHE EST-ELLE ESSENTIELLE ?

POUR IDENTIFIER LES MEILLEURES OPPORTUNITÉS

Fidelity International se distingue de la plupart des sociétés de gestion d'actifs. Comme nombre de nos pairs, nous adoptons un style d'investissement actif mais notre approche repose sur une recherche approfondie et exhaustive, conduite par nos propres équipes d'investissement. Nous possédons l'un des réseaux de recherche mondiale « buy-side » les plus étoffés du secteur de la gestion d'actifs. Nous comptons plus de 400 professionnels de l'investissement, dont la moitié sont des spécialistes de la recherche basés dans les principaux centres de services financiers, soit 16 pays à travers le monde.

Nos analystes couvrent de manière active et constante plus de 80 % de la capitalisation boursière mondiale et de la sphère obligataire investment grade. Ils couvrent également de manière tactique le reste de l'univers d'investissement. À eux tous, ils réalisent plus de 17 000 entretiens par an avec les entreprises. En d'autres termes, cela signifie que nous engageons le dialogue avec une entreprise toutes les 10 minutes.

Mais nous ne faisons pas que rencontrer les entreprises. Nos analystes entrent également en contact avec les clients, les concurrents et les fournisseurs. Une équipe interne dédiée commande des recherches externes et dialogue avec des réseaux d'experts. Ainsi, nous ne dépendons pas de l'interprétation des tendances du marché externe ou par des clients et nous allons au-delà de la vision qui nous est « servie » par les entreprises. Nous pouvons ainsi nous faire une idée précise des dynamiques sectorielles et des fondamentaux des entreprises, ce qui permet ensuite aux analystes d'identifier les sociétés qui ont le plus de chances de présenter le potentiel de croissance le plus durable. Par ailleurs, notre approche nous permet d'apprécier l'ensemble de la chaîne de valeur, là où d'autres opportunités d'investissement apparaissent souvent.

À titre d'illustration, nous avons récemment conduit une enquête auprès de 200 anesthésistes pour avoir un retour direct sur des équipements médicaux produits par l'une des sociétés dans laquelle nous avons investi. Nous avons parlé avec des architectes et des constructeurs aux États-Unis et au Royaume-Uni

concernant une gamme de produits de construction bien précis (ascenseurs, systèmes de climatisation, équipements incendie) afin de pouvoir comparer ces produits avec ceux de concurrents. Nous avons dialogué avec les décideurs informatiques de grandes entreprises pour sonder leurs habitudes d'utilisation en matière de logiciels, nous avons interrogé des audiologistes américains concernant des prothèses auditives et des cadres dirigeants des ressources humaines pour en savoir plus sur leur utilisation de LinkedIn, le service de réseau professionnel en ligne. Nous avons demandé à des gérants de publicités en Irlande ce qu'ils pensaient de la qualité de marques de cidre et de bières artisanales. Nous avons interrogé 1 000 jeunes femmes pour comparer le phénomène de la mode en ligne BOOHOO avec ses concurrents et, à l'occasion de l'ouverture à Boston du premier magasin de Primark aux États-Unis, dont le modèle, fondé sur une mode « bon marché et agréable à porter » a été couronné de succès en Europe, nous avons contacté 500 femmes à proximité pour connaître leurs habitudes d'achat.

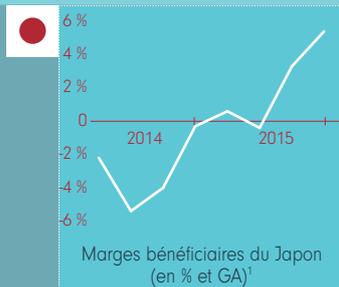
Les milliers de notes sur les entreprises et les secteurs qui ressortent de toute cette recherche peuvent s'avérer difficiles à transformer en une vision macroéconomique à plus grande échelle de la situation d'une économie ou d'un secteur. Pourtant l'enquête annuelle de Fidelity auprès des analystes a montré que ces informations ont une valeur matérielle, véritable baromètre des fondamentaux des entreprises à bien des niveaux - mondial, régional ou à l'échelle d'un secteur donné.

ENQUÊTE ANALYSTES : HISTORIQUE

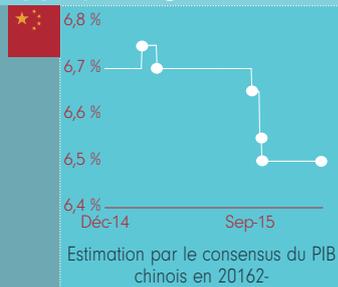
Une fois par an, nous sondons nos analystes et réunissons leurs perspectives individuelles pour établir un aperçu bottom up. L'enquête 2015 auprès des analystes de Fidelity a débouché sur plusieurs prévisions qui se sont révélées exactes.

ACCROISSEMENT DES DIVERGENCES

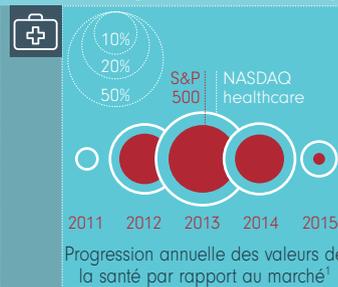
entre les marchés développés/émergents et les secteurs tirés par l'innovation/basés sur les matières premières



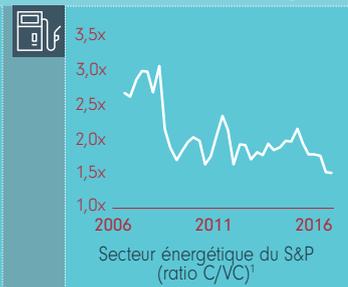
■ **Début de reprise au Japon**



■ **Le temps est à l'orage pour la Chine**

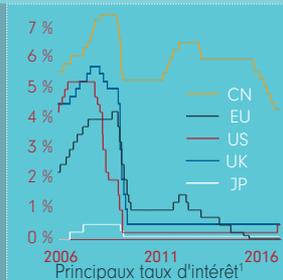


■ **Croissance supplémentaire importante dans la santé**

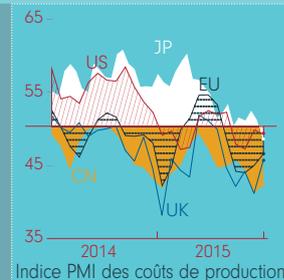


■ **L'énergie entre dans une spirale baissière**

ENVIRONNEMENT DE COÛTS DURABLEMENT BAS



■ **Conditions de financement toujours avantageuses**

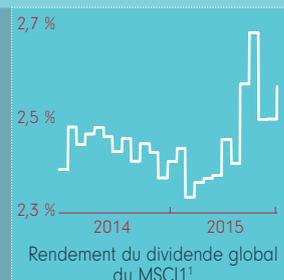


■ **Faible hausse des coûts de production**

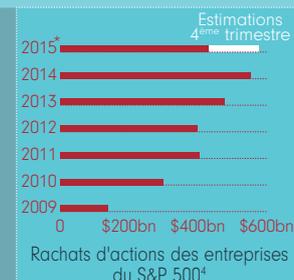
ACTIVITÉS FAVORABLES AUX ACTIONNAIRES



■ **Activité record de fusions-acquisitions**



■ **Versement de dividendes élevés**



■ **Rachat continu d'actions**

Sources

1. Datastream, janvier 2016 ; 2. Indice Bloomberg ECGDNC 16, janvier 2016 ; 3. Bureau vanDijk, Zephyr Annual M&A Activity Report 2015, janvier 2016 ; 4. Indices S&P Dow Jones, janvier 2016 *Extrapolation du T4 2015

Chez Fidelity, notre processus d'investissement est basé sur l'analyse fondamentale bottom-up et sur les sociétés et les secteurs, qui sont une source de performance régulière pour nos fonds.

Henk-Jan Rikkerink

Directeur mondial de la Recherche actions

DONNÉES HISTORIQUES DE L'ENQUÊTE

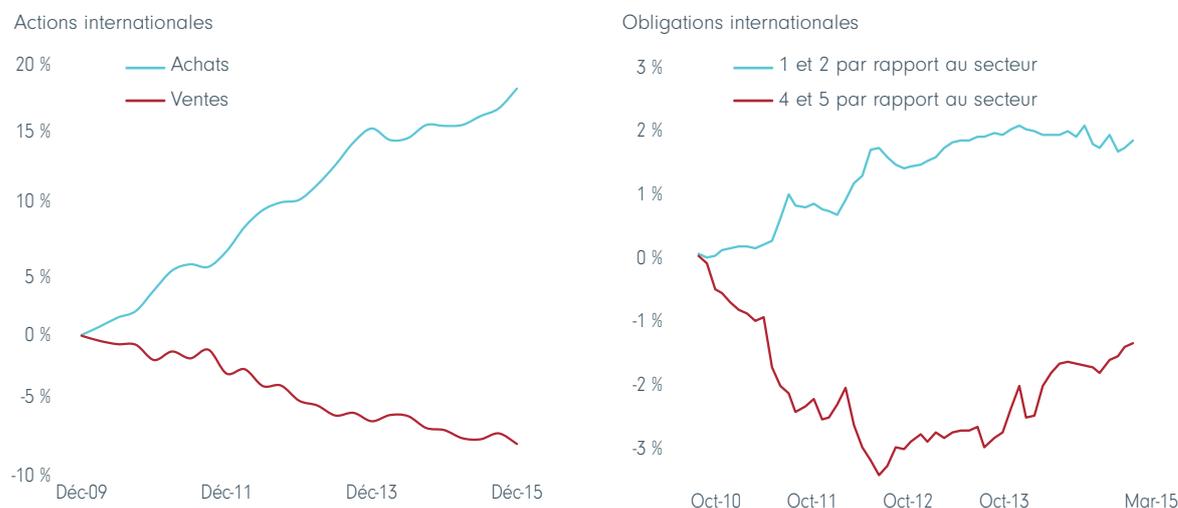
Ces dernières années, l'enquête a su montrer la divergence croissante entre les marchés émergents et en développement et entre les secteurs traditionnels, centrés sur les matières premières et les secteurs axés sur l'innovation. Elle a démontré que le bas niveau des coûts de financement, la faiblesse de l'inflation des coûts de production et la croissance timide des salaires étaient voués à durer et formeraient un rempart contre les situations de défaut et un vecteur de consolidation des bilans des entreprises mais également fausseraient le coût des fonds propres par rapport à l'endettement. Il n'est donc pas surprenant que les résultats aient pointé vers l'explosion des activités propices aux intérêts des actionnaires à l'échelle mondiale, sous la forme d'opérations de rapprochement record, de taux de distribution de dividendes élevés et de rachats d'actions continus.

L'année dernière, le Japon a dominé notre indicateur de confiance, un résultat qui a pu surprendre mais qui a bien reflété l'amorce de reprise de l'univers des entreprises japonaises sous l'impulsion des « Abenomics ». Les résultats ont anticipé le caractère durable de la croissance économique américaine et ont repéré les jeunes pousses issues du terreau semé par le renouveau des entreprises et la reprise de la demande. Mais ils n'ont pas caché non plus l'amoncellement de nuages au-dessus de la Chine et l'expansion de la contagion sur les marchés émergents. L'Asie a semblé un peu protégée des affres des marchés

émergents à l'échelle mondiale sous l'effet de la migration continue des industries traditionnelles chinoises vers d'autres économies de la région moins avancées en termes de valeur ajoutée tandis que les entreprises indiennes ont affirmé leur potentiel grâce au nouveau régime politique en place. En réalité, sur les marchés émergents, l'enquête a mis en avant un écart net entre les gagnants et les perdants de la baisse des prix du pétrole, illustré par les destins divergents, d'un côté, de pays comme le Brésil, la Russie, le Venezuela et, de l'autre, de plusieurs économies importatrices de pétrole, l'Inde en tête.

Dès les premiers signes de dégringolade des prix du brut, l'enquête révélait que les secteurs de l'énergie et des matériaux entraînaient tout juste dans une spirale de baisse, soulignant une large dégradation du climat pour les entreprises en 2015. Notre rapport ne s'est pas trompé en indiquant que les taux de défaut grimperaient par voie de conséquence et que les pressions iraient croissant sur ce segment du marché à haut rendement. À l'autre extrémité du spectre, la santé a émergé comme le moteur de confiance le plus actif, avec une forte croissance supplémentaire attendue malgré des années d'expansion et de hausse des valorisations. Les résultats de l'enquête sur le secteur informatique ont évoqué une forte empreinte des technologies de rupture et de l'innovation mais conjuguée à une croissante correcte de la demande et une progression des effectifs ainsi qu'une bonne santé financière. La tendance se poursuit cette année.

VALEUR CRÉÉE AUSSI BIEN PAR NOS RECOMMANDATIONS D'ACHAT QUE DE VENTE : PERFORMANCES CUMULÉES PAR RAPPORT AUX INDICES RÉGIONAUX¹⁸



SOURCES

¹⁸ Fidelity International. Données Recherche Actions au 31 décembre 2015 ; données Recherche Obligatoire au 31/03/2015. Performance relative théorique de positions longues sur des titres recommandés à l'achat et courtes sur des titres recommandés à la vente, au sein de portefeuilles pondérés par la capitalisation boursière. La performance régionale a été pondérée par la capitalisation boursière pour obtenir une performance mondiale.



Chaque jour, nous allons à la rencontre des entreprises, des banques et de leurs autorités de tutelle. Nous rencontrons les dirigeants, PDG et directeurs financiers dans leurs bureaux, sur leur propre terrain. Nous publions nos résultats sans attendre et nous partageons nos visions à travers les différentes régions et classes d'actifs de manière à mettre nos rapports de recherche à disposition immédiate des gérants de portefeuille.



Olivier Szwarberg
Directeur de la gestion obligataire, Asie

TRANSFORMER UNE VISION EN INVESTISSEMENTS

Alors que nos gérants de portefeuille sont responsables des décisions d'investissement des fonds gérés pour nos clients, les analystes ont la charge d'émettre des recommandations sur des titres individuels. La performance des recommandations est contrôlée et influe sur la rémunération des analystes. Sur des marchés de plus en plus tentés par le court-termisme, une approche à long terme présente de nombreux intérêts. Les idées d'investissement fondamentales de nos analystes ne sont pas régies par le court terme, mais s'articulent habituellement autour d'un horizon d'investissement de 3 à 5 ans. Ainsi, leur avis quant à l'intérêt d'une société peut varier considérablement par rapport au marché.

Nos analystes dédiés aux régions, classes d'actifs et secteurs travaillent tous ensemble sur une seule plateforme de recherche intégrée, qui permet de réaliser des économies d'échelle importantes et d'analyser plus de valeurs, plus en détail. Par exemple, les analystes crédit et actions concernés rencontrent régulièrement le directeur financier d'une entreprise ensemble, et chacun apportera son propre regard en se basant sur son expertise et son analyse. Les réunions des équipes sectorielles au niveau global et régional permettent de partager la vision du terrain. Par ailleurs, nos analystes changent de secteur tous les deux ans, ce qui favorise de nouvelles perspectives et permet la remise en cause des idées préconçues.

L'ensemble des données collectées est intégré dans un système propriétaire afin d'identifier des tendances, des anomalies et des points d'inflexion qui vont ouvrir le débat et encourager l'expression d'idées divergentes au sein de l'équipe d'investissement, qui pourront ensuite être exploitées dans la gestion des fonds. Notre **Global Aggregation Research Report** se focalise sur un éventail de statistiques clés, dont les principaux ratios de valorisation, de ventes, de bénéfices et de coûts. Nos prévisions à trois ans sont regroupées par secteur et par région. Cette banque de données quantifie et compile les opinions individuelles des analystes et fournit ainsi des perspectives quasiment uniques pour chaque région et secteur.

NOTRE PLATEFORME DE RECHERCHE EN CHIFFRES

Les analystes actions, crédit et quantitatifs constituent une plateforme de recherche intégrée de premier rang qui représente une ressource unique pour toute la recherche propriétaire de Fidelity.

10
MIN

1 ENTRETIEN TOUTES
LES 10 MINUTES

400

PLUS DE **400 PROFESSIONNELS DE L'INVESTISSEMENT**, DONT LA MOITIÉ SONT DES SPÉCIALISTES DE LA RECHERCHE, RÉPARTIS SUR **16 SITES** À TRAVERS LE MONDE

17 000

NOS ANALYSTES ORGANISENT PLUS DE **17 000 ENTRETIENS** PAR AN AVEC DES REPRÉSENTANTS DES ENTREPRISES ET COUVRENT DE MANIÈRE ACTIVE PLUS DE **80 %** DE LA CAPITALISATION BOURSIÈRE MONDIALE ET DE LA SPHÈRE OBLIGATAIRE « INVESTMENT GRADE »

90%

PLUS DE **90 % DE LA RECHERCHE** UTILISÉE PAR NOS GÉRANTS DE PORTEFEUILLE EST PRODUITE EN INTERNE ET EXCLUSIVEMENT RÉSERVÉE À NOS INVESTISSEURS

APPROCHE D'INVESTISSEMENT **ESG** (ENVIRONNEMENTAL, SOCIAL ET GOUVERNANCE) NOTÉE A AU REGARD DES PRINCIPES POUR L'INVESTISSEMENT RESPONSABLE DES NATIONS UNIES (UNPRI)

A

ACHETER

1 | 2

LES VISIONS DE NOS ANALYSTES S'ÉTENDENT SUR DES HORIZONS DE 3 À 5 ANS, AVEC DES NOTES DE 1 ET 2 POUR LES TITRES SUR LESQUELS ILS ONT UNE POSITION ACHETEUSE ET 4 ET 5 POUR CEUX SUR LESQUELS ILS SONT VENDEURS

4 | 5

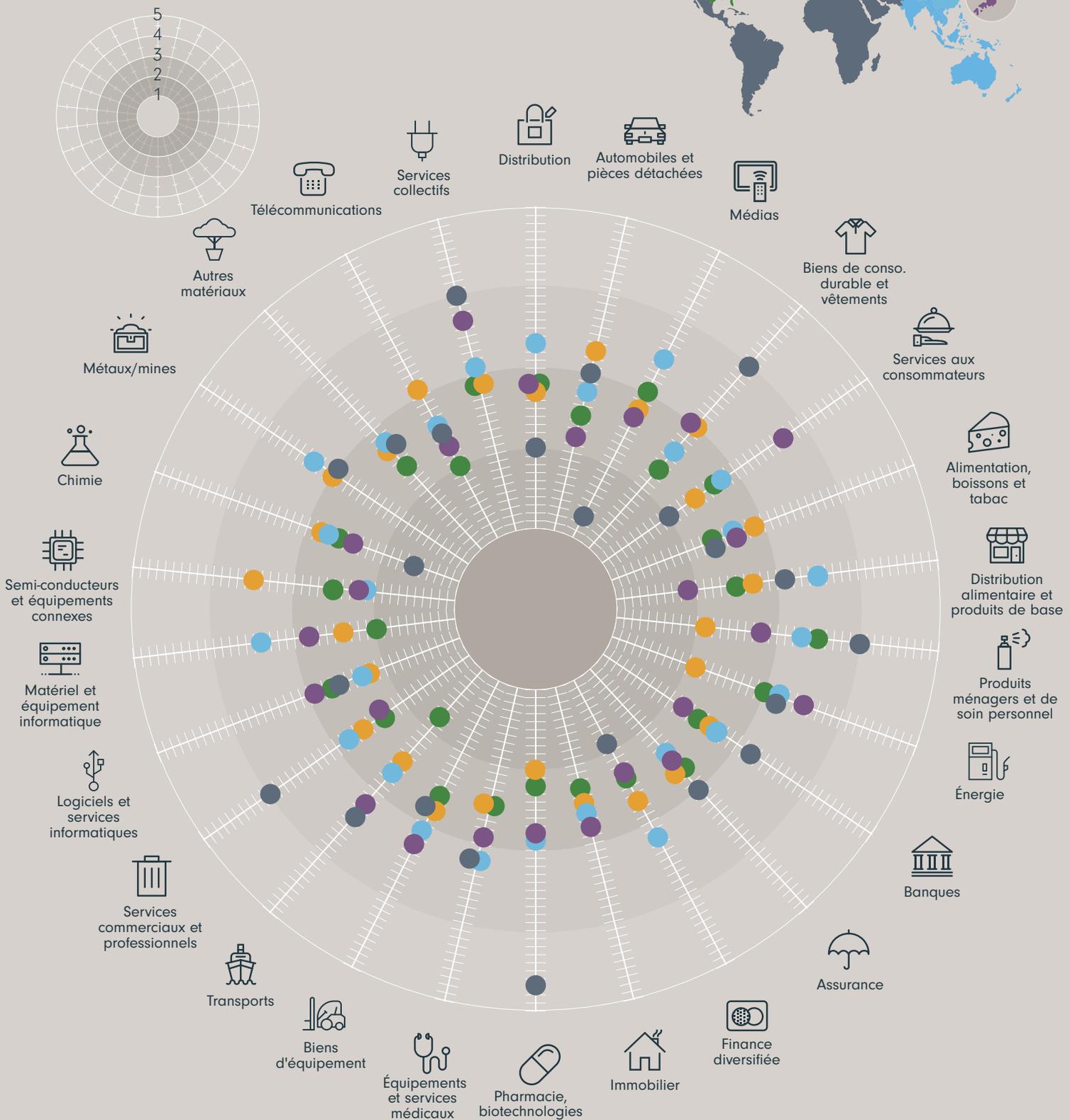
VENDRE

ANNEXE 2

**POSITIONNEMENT
ACTUEL
DES ANALYSTES**

POSITIONNEMENT ACTUEL DES ANALYSTES

Les secteurs sont notés de 1 (**surpondérés** et susceptibles de **surperformer**) à 5 (**sous-pondérés** et susceptibles de **sous-performer**) pour chaque région, comme le montre la carte.



À PROPOS DE FIDELITY INTERNATIONAL

Fidelity International propose des stratégies d'investissement et des solutions de retraite à travers le monde entier. Nous sommes une société privée indépendante avec pour seul métier la gestion d'actifs. Nous gérons dans le seul intérêt de nos clients plutôt que d'actionnaires.

Nous gérons 273 milliards de dollars pour le compte de nos clients en Asie-Pacifique, Europe, au Moyen-Orient et en Amérique du Sud. Nos clients sont des banques centrales, fonds souverains, fonds de pension, grandes entreprises, établissements financiers, assureurs, gérants de patrimoine et particuliers.

Parallèlement à la gestion d'actifs, nous proposons des services d'administration et de conseil pour des plans de retraite entreprise, des conseillers et des particuliers dans différents pays. Nous avons la charge de 84 milliards USD d'actifs sous administration.⁸

Créée en 1969, Fidelity International est la branche d'investissement internationale de Fidelity Investments, fondé à Boston en 1946. Devenu indépendant de l'entreprise américaine en 1980, Fidelity International est aujourd'hui détenu majoritairement par l'équipe dirigeante et les membres de la famille fondatrice.

NOTES

8. Toutes les données au 31 décembre 2015



Ce document est destiné uniquement aux investisseurs résidant en France. Ce document à caractère promotionnel est destiné aux professionnels et lui est remis en sa qualité de distributeur et/ou de distributeur potentiel de la SICAV afin notamment de lui permettre d'obtenir une information comparative entre la SICAV et d'autres fonds similaires. En acceptant sa remise, le destinataire déclare et garantit expressément à FIL Gestion, à la SICAV, à toute société du groupe Fidelity et tout autre distributeur de la SICAV qu'il ne sera pas remis à des investisseurs (actuels ou potentiels) et/ou qu'aucune des informations qu'il contient ne seront reproduites et/ou transmises à des investisseurs (actuels ou potentiels) sans l'accord préalable exprès de FIL Gestion.

Le présent document, de valeur non contractuelle, ne peut en aucun cas être considéré comme un document à caractère réglementaire ; il constitue un document d'information préparé pour l'usage exclusif et personnel du destinataire, en sa qualité de distributeur, qui lui a été remis sur la base d'un avertissement qu'il ne peut le transmettre à quiconque. Il n'a pas été visé par l'Autorité des Marchés Financiers. Fidelity fournit uniquement des informations sur ses produits par conséquent, ce document ne constitue ni une offre de souscription, ni un conseil personnalisé.

FIL Limited et ses filiales constituent la structure globale d'investissement qui se réfère plus communément à l'appellation Fidelity International. Les chiffres mentionnés (actifs et ressources) se rapportent à FIL Limited, au 31/12/2015. Chiffres non audités. Fidelity, Fidelity International, le logo Fidelity International ainsi que le symbole F sont des marques déposées de FIL Limited.

Le présent document a été établi par FIL Gestion, SGP agréée par l'AMF sous le N°GP03-004, 29 rue de Berri, 75008 Paris. PM 2137