

**ENQUÊTE 2015**  
**AUPRÈS**  
**DES ANALYSTES**  
**DE FIDELITY**



**UN REGARD**  
**MICROÉCONOMIQUE**  
**SUR DES**  
**DIVERGENCES**  
**MACROÉCONOMIQUES**



**Fidelity**<sup>TM</sup>  
WORLDWIDE INVESTMENT

L'indicateur de confiance regroupe les 5 indicateurs clés présentés ci-dessous

### PRÉFÉRENCE MAINTENUE POUR LES MARCHÉS DÉVELOPPÉS VS. ÉMERGENTS

Contre toute attente, c'est concernant le Japon que la confiance est la plus forte. Sur ce marché, l'optimisme revient de loin, soutenu par le dispositif Abenomics. Il est suivi par l'Europe, où nos analystes attendent des retombées positives des restructurations, et des États-Unis, où la reprise arrive à maturité. La Chine inspire un sentiment de prudence et les marchés émergents connaissent globalement un accès de faiblesse, dans lequel seules des réformes efficaces permettront aux gagnants de faire la différence.

Les analystes de Fidelity conduisent **17,000** entretiens par an avec des dirigeants d'entreprise

**1** entretien toutes les **10** minutes



**4,3**  
**AMÉRIQUE LATINE/EMOA**  
Perspectives contrastées, discrimination cruciale

**4,4**  
**CHINE**  
La croissance ralentit mais garde un rythme soutenu

**5,3**  
**ASIE-PACIFIQUE (HORS JAPON ET CHINE)**  
Les réformes en point de mire

**5,6**  
**ÉTATS-UNIS**  
La reprise arrive à maturité et semble toujours solide

**5,8**  
**EUROPE**  
Entrée en phase de reprise, réorganisation des entreprises

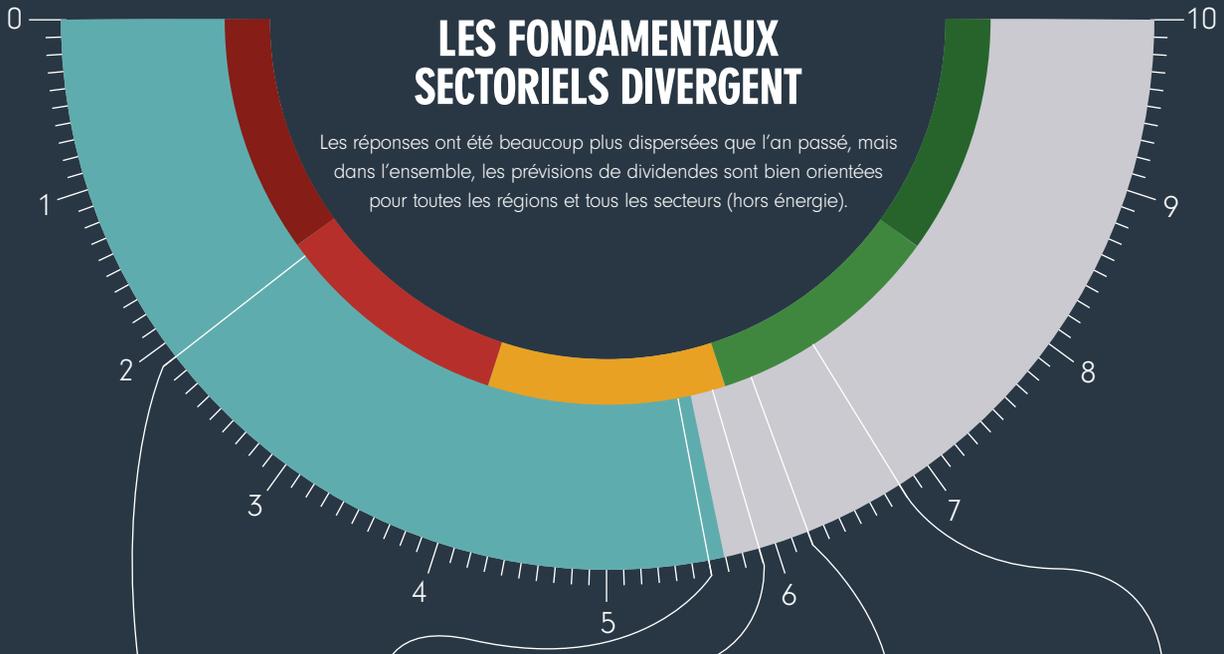
**7,1**  
**JAPON**  
Abenomics dope la confiance et les performances attendues



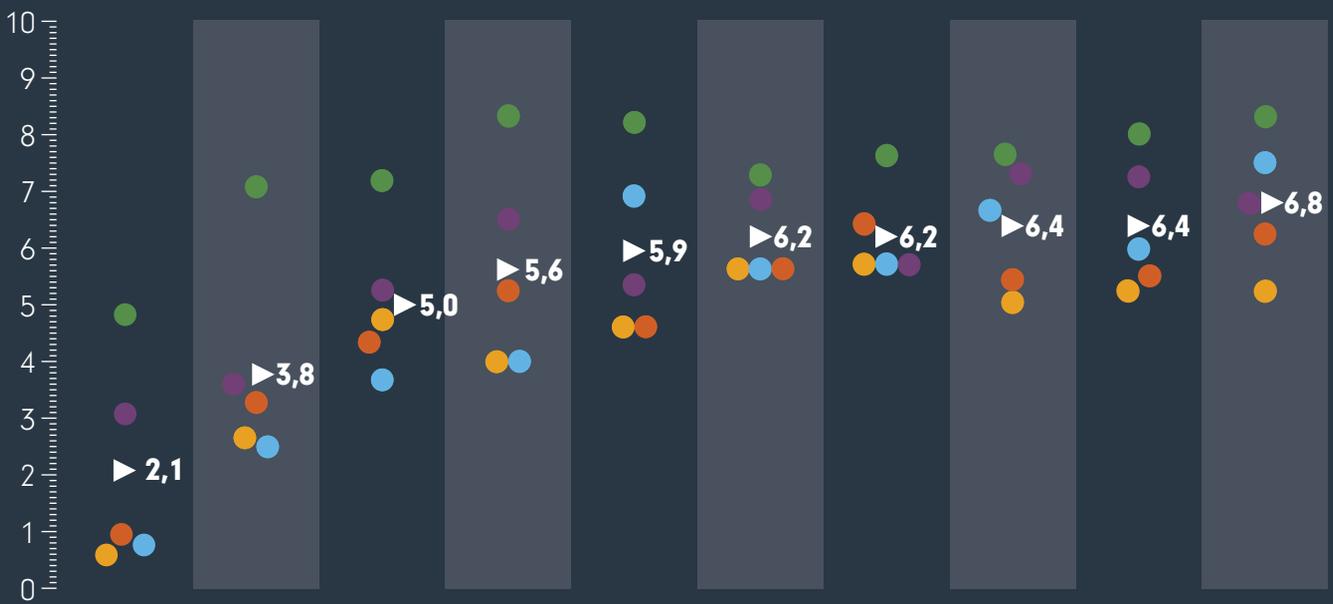
INDICATEURS CLÉS	DÉPENSES D'INVESTISSEMENT	PROFITS SECTORIELS	CONFIANCE DES DIRIGEANTS	SANTÉ DES BILANS	DIVIDENDES	COMPOSITE = INDICATEUR 2015
------------------	---------------------------	--------------------	--------------------------	------------------	------------	-----------------------------

**Indicateur composite de confiance établi par Fidelity :** 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 concerné. L'indicateur ainsi obtenu est plus fiable qu'un chiffre en valeur absolue si l'on veut établir des comparaisons.

L'indicateur de confiance global regroupe les 5 indicateurs clés présentés ci-dessous



<b>ÉNERGIE</b> En perte de vitesse sur tous les indicateurs en raison de la baisse des cours pétroliers	<b>SERVICES COLLECTIFS</b> Nette amélioration des bilans, mais risques sur les prix du gaz et du charbon	<b>CONSO. NON-CYCLIQUE</b> Très appréciée des investisseurs en quête d'un rendement stable	<b>TECHNO. DE L'INFO.</b> Importantes ruptures renforçant l'importance de la sélection des valeurs	<b>SANTÉ</b> Secteur favori, soutenu par l'innovation et des facteurs structurels					
ENERGIE	MATÉRIAUX	CONSO. CYCL.	SERV. COLLECTIFS	CONSO. NON-CYCL.	TECHNO. INFO.	TÉLÉCOMS	INDUSTRIES	FINANCE	SANTÉ



INDICATEURS CLÉS	DÉPENSES D'INVESTISSEMENT	PROFITS SECTORIELS	CONFIANCE DES DIRIGEANTS	SANTÉ DES BILANS	DIVIDENDES	COMPOSITE = SCORE 2015
------------------	---------------------------	--------------------	--------------------------	------------------	------------	------------------------

**Indicateur composite de confiance établi par Fidelity :** 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 concerné. L'indicateur ainsi obtenu est plus fiable qu'un chiffre en valeur absolue si l'on veut établir des comparaisons.

# SOMMAIRE

## SYNTHÈSE

Un rapport foncièrement différent	6
Accroissement des divergences géographiques	7
Alors que le secteur de l'énergie pâtit de la baisse du pétrole, d'autres secteurs affichent un fort potentiel	7
L'ère du financement abordable se poursuit	8
La sélectivité porte ses fruits	8

## 1. LES MARCHÉS DÉVELOPPÉS PLUS PROMETTEURS QUE LES ÉMERGENTS

La reprise américaine arrive à maturité, mais les perspectives restent favorables	11
Réorganisation des entreprises en Europe en amont d'une reprise de la demande	13
Japon : Les Abenomics se voient accorder le bénéfice du doute	15
Chine : Prudence dans un contexte de ralentissement	17
Marchés émergents : les inquiétudes masquent des écarts	18

## 2. DES OPPORTUNITÉS CONTRASTÉES QUI DIVISENT LES SECTEURS

Les gagnants profitent du financement bon marché et de l'allègement de la pression sur les coûts	22
Prix du pétrole : gagnants et perdants	22
Santé : Innovation et nouveaux médicaments alimentent la confiance	24
Télécommunications : la confiance comme moteur de l'activité de fusions-acquisitions	25
Secteurs de la consommation : prix du pétrole favorables dans un contexte concurrentiel, mais potentiel haussier limité des biens de consommation non-cyclique	26
Assainissement notable des bilans dans les services collectifs, mais les prix du gaz et du pétrole amènent de nouveaux risques	27
Technologie de l'information : entre ruptures et dispersion	28

## 3. RENDEMENT : PROLONGEMENT DES CONDITIONS DE FINANCEMENT À BAS COÛT, PERSPECTIVES POSITIVES POUR LES DIVIDENDES

30

## 4. QUELS SONT LES RISQUES ?

32

## 5. Y A-T-IL VRAIMENT UNE SAGESSE DES FOULES ?

Les prévisions de l'année dernière se sont vérifiées	34
La preuve de la valeur ajoutée de nos analystes	34

<b>ANNEXE 1</b> : Les résultats complets	37
--	----

<b>ANNEXE 2</b> : La position actuelle de nos analystes	40
---	----

À PROPOS DE FIDELITY	41
----------------------	----

**17 000 ENTRETIENS  
PAR AN  
1 ENTRETIEN TOUTES  
LES 10 MINUTES**

**122 RÉPONSES  
(ACTIONS)  
37 RÉPONSES  
(CRÉDIT)**

# SYNTHÈSE

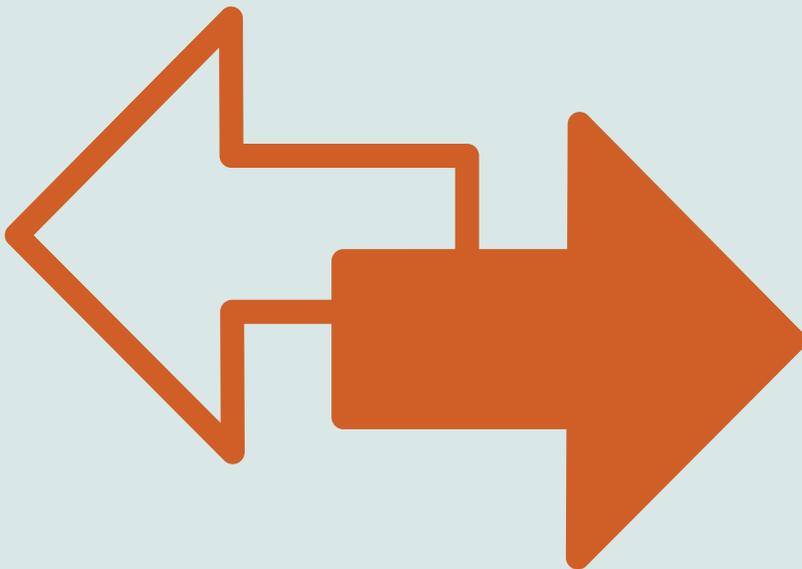


Nous avons sondé 159 de nos analystes actions et crédit afin de dégager les perspectives des secteurs qu'ils suivent dans un monde bouleversé par des politiques monétaires sans précédents, la chute des prix du pétrole et des évolutions majeures sur le marché des changes. Les résultats sont révélateurs.



**« LE JAPON ARRIVE EN TÊTE DE NOTRE INDICE DE CONFIANCE, SUIVI PAR L'EUROPE, TANDIS QUE L'ON S'ATTENDS À CE QUE LA SITUATION AMÉRICAINE SE MAINTIENNE À DES NIVEAUX ÉLEVÉS. NOS ANALYSTES POINTENT UNE AUGMENTATION DES DIVERGENCES À L'ÉCHELLE MONDIALE, CE QUI REND LA SÉLECTIVITÉ CRUCIALE. »**

Henk-Jan Rikkerink, Directeur de la Recherche Europe, Amérique, EMOA et Amérique Latine



## UN RAPPORT FONCIÈREMENT DIFFÉRENT

Une fois par an, nous soumettons une série de questions détaillées à nos analystes actions et crédit portant sur les secteurs dont ils ont la charge et compilons les résultats pour détecter les changements de contexte au plus tôt, identifier les nouvelles tendances et mettre en avant les opportunités d'investissement attractives. 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.

Que ressort-il de ces conversations ? Au-delà des nombreuses considérations purement sectorielles ou géographiques, un mot semble s'imposer comme thème central : divergence. En effet, le fil rouge qui se dégage de l'enquête 2015 (réalisée en janvier), reflété par la disparité accrue des réponses par rapport à l'édition 2014 est l'accroissement des divergences entre, mais aussi au sein même, des régions et des secteurs.

Notre rapport souligne en quoi ces divergences croissantes d'opinion forment une évidence, autant au niveau régional (partie 1) que sectoriel (partie 2). Il étudie les conséquences pour les stratégies axées sur les rendements, qu'il soit obligatoire ou généré par les actions (partie 3). Nous examinons les principaux risques des scénarios de nos analystes qui viennent recouper les enjeux macroéconomiques (partie 4) et notre enquête se conclut sur la question de la pertinence de cette recherche, en soulignant l'exactitude de nos prévisions de l'année dernière et la valeur ajoutée par notre analyse interne (partie 5).

## ACCROISSEMENT DES DIVERGENCES RÉGIONALES

Dans l'ensemble, nos analystes préfèrent les fondamentaux des entreprises des marchés développés plutôt qu'émergents, partiellement en raison du fait que la reprise américaine arrive selon eux à maturité mais a encore une marge de progression. Alors que la confiance des dirigeants aux États-Unis était partie pour s'améliorer l'année dernière selon les analystes, elle semble s'être stabilisée aujourd'hui et les projets d'investissement se réduisent, alors que la demande constitue le premier moteur de croissance cité et que les analystes restent optimistes quant aux prévisions de dividendes.

Tandis que la reprise américaine marque le pas, celle en Europe devrait s'accélérer grâce à la réorganisation des entreprises et à la remontée de la demande. Les divergences dans les réponses montrent que certains secteurs (comme l'énergie et les matériaux) souffrent toujours, tandis que d'autres (tels que la santé) s'en sortent beaucoup mieux. L'inflation modérée des salaires et des coûts, la faiblesse des prix de l'énergie et un environnement de change favorable soutiennent les perspectives des entreprises. La hausse de la demande est désormais considérée comme un moteur clé de la croissance des bénéficiaires. En conséquence, les analystes

sont globalement optimistes concernant les dividendes et s'attendent à une amélioration de la rentabilité du capital.

Fait surprenant toutefois, le Japon arrive en tête de notre indicateur global de confiance, devant l'Europe et les États-Unis. Les analystes considèrent que la politique « Abenomics » a des effets positifs sur la confiance des dirigeants et les dépenses d'investissement et que, élément crucial, les salaires devraient s'accroître tandis que les perspectives de versement de dividendes sont excellentes.

D'un autre côté, les résultats concernant la Chine témoignent d'une certaine prudence au niveau des réponses. Nos analystes font état d'un fléchissement des indicateurs de la demande, et les réductions de coûts sont désormais l'un des principaux moteurs de la croissance des bénéficiaires. L'accroissement des pressions concurrentielles semble évident d'après de nombreux indicateurs de l'enquête. Dans l'ensemble, celle-ci révèle une faiblesse généralisée du côté des marchés émergents, qui masque toutefois des écarts considérables entre les différents pays de cet univers. Tous ne bénéficient pas de la même manière de la baisse des prix du pétrole et des différents degrés d'implication de leurs gouvernements en matière de réforme.

**« AVEC L'ENGOÛEMENT CROISSANT AUTOUR D'ABENOMICS, LE RISQUE D'EXÉCUTION MÉRITE D'ÊTRE SURVEILLÉ. AVEC PLUS DE 20 ANALYSTES QUI SE CONSACRENT QUOTIDIENNEMENT À LA RECHERCHE AUTOUR DU DISPOSITIF ABENOMICS, NOUS SOMMES IDÉALEMENT PLACÉS POUR SUIVRE LES AVANCÉES DU PROGRAMME. »**

Leon Tucker, Directeur de la Recherche, Asie-Pacifique

## ALORS QUE LE SECTEUR ÉNERGÉTIQUE PÂTIT DE LA BAISSÉ DU PÉTROLE, D'AUTRES SECTEURS AFFICHENT UN FORT POTENTIEL

L'énergie et les matériaux sont clairement pénalisés par la baisse des cours pétroliers, mais ces deux secteurs mis à part, la situation d'ensemble apparaît nettement plus solide. Même au sein du secteur énergétique, on constate que toutes les activités ne sont pas touchées au même degré et que l'exploration et la production pétrolière, par exemple, ainsi que les équipements pétroliers, sont plus lourdement pénalisés. De la même manière, les sociétés européennes des services collectifs souffrent de la baisse des prix du gaz et du charbon ainsi que de surcapacités persistantes, mais le secteur dans l'ensemble a connu une amélioration notable des bilans grâce à laquelle les sociétés distribuent des dividendes pour la première fois depuis plusieurs années.

À l'inverse, le secteur de la santé arrive presque au sommet de l'ensemble des catégories citées dans l'enquête et garde des perspectives florissantes. Les technologies de l'information enregistrent également un niveau relativement élevé sur fond de croissance saine de la demande, de bilans solides des sociétés et d'augmentation du nombre d'acteurs ; toutefois, les ruptures technologiques sont un risque omniprésent. Les innovations technologiques de rupture devraient aboutir à une recrudescence des opérations de fusions-acquisitions dans les télécommunications, alors que le recul des prix du pétrole va profiter aux biens de consommation cyclique et non-cyclique, deux secteurs qui sont bien partis pour afficher une croissance solide des dépenses d'investissement.



**« EN DÉPIT DES ANTICIPATIONS DE HAUSSE DES COÛTS DE FINANCEMENT AUX ÉTATS-UNIS ET SUR LES MARCHÉS ÉMERGENTS, NOS ANALYSTES TABLENT SUR LE MAINTIEN DE BILANS SAINS. EN DEHORS DES SECTEURS DE L'ÉNERGIE ET DES MATÉRIAUX, AINSI QUE DES SOCIÉTÉS CHINOISES, NOS ANALYSTES PENSENT QUE LA CONFIANCE DES DIRIGEANTS STABLE ET PEU DE CHANGEMENTS ATTENDUS DANS LES TAUX DE DÉFAUT POUR L'ANNÉE À VENIR DEVRAIENT SOUTENIR L'ACTIVITÉ DE FUSION-ACQUISITION ET LES VERSEMENTS DE DIVIDENDE. »**

Martin Dropkin, Directeur de Recherche Crédit

## L'ÈRE DU FINANCEMENT ABORDABLE SE POURSUIT

Dans l'ensemble, nos analystes s'accordent sur le fait que les conditions de financement avantageuses vont demeurer. Les coûts de financement et les taux de défaut devraient rester stables pendant l'année, ce qui signifie que les entreprises dotées de bilans sains seront en mesure de s'accommoder des perturbations éventuelles. Les taux faibles accentuent l'activité de fusion-acquisition étant donné qu'il devient coûteux pour les entreprises d'accumuler des liquidités. Les stratégies axées sur le rendement des actions restent attractives dans le sillage des anticipations de dividendes pour 2015.

Toutefois, les divergences se font également sentir dans l'univers obligataire. En Chine, sur les marchés émergents et dans les secteurs de l'énergie et des matériaux, la majorité des analystes s'attend à une hausse des taux de défaut, notamment en raison de l'augmentation des coûts de financement. Les investisseurs doivent surveiller cela de près, étant donné le niveau élevé des émissions de dette high yield par les entreprises émergentes et le nombre relativement important d'entreprises énergétiques qui vont devoir lever des capitaux cette année.

## LA SÉLECTIVITÉ PORTE SES FRUITS

Alors que les écarts se creusent sur les marchés actions et obligataires, aussi bien dans les pays développés qu'émergents, la sélection des titres devrait plus que jamais porter ses fruits. La sélection est utile sur les marchés actions lorsque les facteurs de performance individuels prennent le pas sur des considérations plus vastes et que la dispersion s'accroît. Les moteurs qui ont soutenu la croissance synchrone des marchés émergents et leur considération comme un bloc « homogène » sont en train de se dissiper, forçant les investisseurs à privilégier les facteurs qualitatifs et individuels tels que la gouvernance, la structure actionnariale et la stratégie des dirigeants. Investir en suivant la pondération des indices actions fait courir le risque d'être surexposé à des secteurs, des régions ou des entreprises qui ont enregistré des performances solides par le passé mais ne sont plus en mesure de réaliser un parcours similaire dans ce contexte de divergence.

Dans l'univers obligataire, alors que l'argent bon marché reste d'actualité, les performances réelles des emprunts d'État devraient se révéler inférieures à la moyenne pendant un long moment. Dans la construction de portefeuilles obligataires, les investisseurs peuvent se prémunir contre les déconvenues tout en générant des rendements intéressants en recourant à une approche fondamentale et active de la sélection des titres, en décomposant les risques et en donnant la priorité à la diversification et à la flexibilité.



# 1. LES MARCHÉS DÉVELOPPÉS PLUS PROMETTEURS QUE LES ÉMERGENTS

Notre enquête révèle un accroissement des écarts selon les régions. Alors que la croissance américaine pourrait marquer le pas, le climat des affaires en Europe s'améliore. En Chine, la croissance de la demande se tasse, tandis qu'au Japon, la politique « Abenomics » pourrait finir par relancer les dépenses. Parallèlement, les marchés émergents sont confrontés à un ensemble de facteurs favorables et défavorables amplifiés par la baisse des prix du pétrole et les efforts de réformes structurelles.



## PRINCIPAUX RÉSULTATS DE L'ENQUÊTE APRÈS UNE ANNÉE 2014 SUR LES CHAPEAUX DE ROUE, LES ANALYSTES ANTICIPENT UNE STABILISATION...

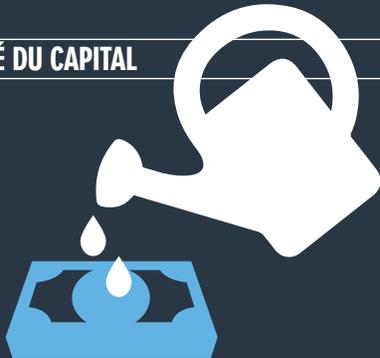
DE LA CONFIANCE DES DIRIGEANTS



DES POLITIQUES DE DIVIDENDES



DE LA RENTABILITÉ DU CAPITAL



## FACTEURS DE SOUTIEN

FAIBLESSE DES COURS PÉTROLIERS



de crédit d'impôt sur l'année pour les consommateurs

POURSUITE DE LA CROISSANCE DE LA DEMANDE



SOLIDITÉ...

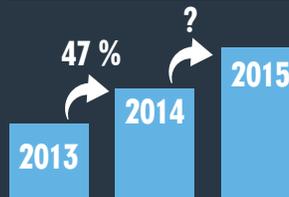


Des marges bénéficiaires



Des soldes de trésorerie

POURSUITE DES FUSIONS-ACQUISITIONS



Source : Reuters, janv. 2015

CHÔMAGE FAIBLE



## À SURVEILLER

PERSPECTIVES DES COURS PÉTROLIERS / GISEMENTS DE SCHISTE AMÉRICAINS



RALENTISSEMENT DE LA DEMANDE



ATTERRISSAGE FORCÉ DE L'ÉCONOMIE CHINOISE



VALORISATIONS



HAUSSE DES TAUX D'INTERÊT



## LA REPRISE AMÉRICAINE ARRIVE À MATURITÉ, MAIS LES PERSPECTIVES RESTENT FAVORABLES

Les réponses de nos analystes concernant la situation aux États-Unis font état d'une économie dont le redressement arrive à maturité. Même si les dépenses d'investissement pourraient être revues à la baisse cette année (largement sous l'effet de la tendance du secteur énergétique), la confiance des dirigeants (en-dehors du secteur de l'énergie) reste satisfaisante et la rentabilité du capital des entreprises devrait rester stable aux mêmes niveaux robustes que l'année dernière. En dehors du secteur de l'énergie, la baisse des cours pétroliers est considérée comme un facteur très positif. La croissance de la demande joue un rôle essentiel dans ces perspectives, que confortent les estimations de notre Global Aggregation Research Report (un outil interne regroupant des indicateurs fondamentaux clés dont les mesures de valorisation fournies par nos analystes) qui montre qu'en moyenne la croissance des ventes tous secteurs confondus passerait de 4,8 % l'année dernière à 5,2 % en 2016. Les marges bénéficiaires opérationnelles affichent une tendance similaire et passeraient de 14,2 % à 15 %, avec des niveaux élevés dans tous les secteurs à l'exception de la consommation et de l'énergie. Cela fait des États-Unis la région la plus rentable au monde, et de loin, sur cette période de 2 ans (même si la tendance est en partie influencée par les mouvements des devises, étant donné que les chiffres du rapport sont exprimés en dollar américain).

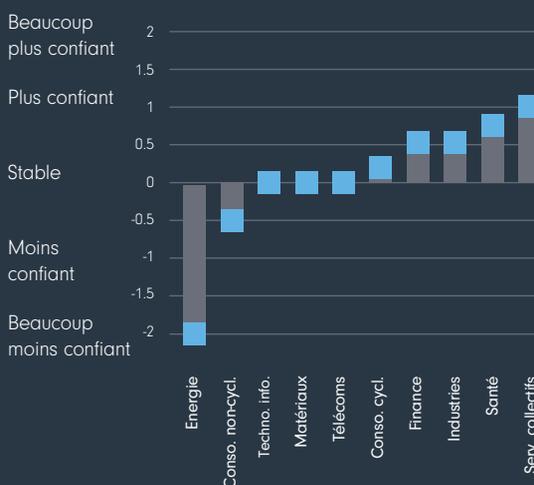
Après de nombreuses opérations importantes en 2014, les analystes prévoient une poursuite de l'activité de fusions-acquisitions cette année grâce à la solidité des marchés du crédit, aux coûts de financement peu élevés, aux réserves de liquidités abondantes et au raffermissement des chiffres de l'emploi. Toutefois, les acquisitions consolidatrices devraient prendre de l'importance au détriment des expansions stratégiques et les entreprises vont privilégier le rachat de sociétés de taille plus modeste mais en forte croissance pour maintenir la hausse de leurs résultats (qui sous-tendent les indicateurs de valorisation). Élément important, nos analystes estiment que la majorité des dirigeants voient l'augmentation de la demande comme le principal moteur de la croissance des bénéfices.

Dans le même temps, les pressions liées aux coûts sont contenues : en effet, les prix de l'énergie sont largement plus bas qu'il y a un an et l'inflation des coûts salariaux ne devrait que peu augmenter selon les analystes. En ligne avec les anticipations de normalisation des taux d'intérêt, les coûts de financement devraient augmenter. Les bilans des entreprises américaines affichent globalement une santé éclatante avec une trésorerie abondante favorisant les hausses de dividendes, l'activité de fusion-acquisition et les rachats d'actions. Sur une période de 3 ans, les bilans américains montrent toujours une consolidation, mais cela cache un éventail de réponses diverses. En effet, presque 4 analystes sur 10 font état d'une modération dans la vigueur des bilans des sociétés de leur secteur, parfois imputable à la hausse de l'endettement favorisé par les coûts de financement peu élevés ainsi qu'aux dépenses de fusions-acquisitions menées ces dernières années. Néanmoins, quasiment la moitié de nos analystes s'attend à ce que les entreprises qu'ils couvrent augmentent à nouveau leurs dividendes cette année.

INDICATEUR DE CONFIANCE GLOBAL  
5,6



### La confiance des dirigeants américains s'améliore dans la majorité des secteurs



Source : Fidelity Worldwide Investment, enquête auprès des analystes 2015





### PRINCIPAUX RÉSULTATS DE L'ENQUÊTE

# **2** L'EUROPE CLASSÉE N°2 POUR...

#### LES FUSIONS-ACQUISITIONS



#### RENFORCEMENT DE LA DEMANDE



#### RESTRUCTURATION DES ENTREPRISES



#### LA SANTÉ DES BILANS



#### LA RENTABILITÉ DU CAPITAL



#### BAISSE DE L'EURO



Profite aux exportateurs

#### AVANTAGES DU REPLI DES COURS PÉTROLIERS



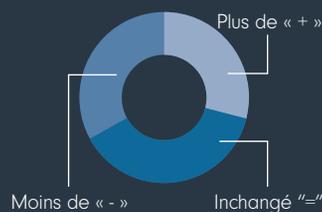
Importateur net de pétrole

#### LES AVANTAGES DE LA BAISSE DE L'EURO



#### LA CONFIANCE DES DIRIGEANTS

Les avis des analystes divergent



#### QE DE LA BCE



**HAUSSE DU BILAN DE 1 100 MILLIARDS D'EUROS**  
60 milliards d'euros par mois

### À SURVEILLER

#### DÉFLATION



#### RISQUES POLITIQUES



#### PERSPECTIVES DES COURS PÉTROLIERS



#### SUCCÈS DU QE



## RÉORGANISATION DES ENTREPRISES EN EUROPE EN AMONT D'UNE REPRISE DE LA DEMANDE

Sur fond de bouleversements politiques au sud et à l'est de la zone euro, les investisseurs espèrent que le programme de QE de la BCE d'un montant de 1 100 milliards d'euros saura raviver l'optimisme économique et ainsi stimuler à la fois l'emprunt des entreprises et les dépenses des ménages.

Il se peut que le timing de la banque centrale soit opportun. Les entreprises d'Europe continentale bénéficient de la chute de l'euro face au dollar observée depuis l'année dernière étant donné que 20 % de leur chiffre d'affaires est réalisé aux États-Unis, ce qui améliore considérablement la balance commerciale de la zone euro. La baisse des prix du pétrole entamée l'été dernier a également un impact positif sur la gestion des coûts des entreprises dans la mesure où la région est importateur net. Le thème de la réorganisation des entreprises reste d'actualité avec une hausse de la demande de prêts pour restructuration. Ces dernières années, nous avons observé de nombreuses réorganisations internes, comme celle de Siemens par exemple, qui pourraient commencer à porter leurs fruits en 2015 et avoir des répercussions sur l'ensemble des secteurs concernés.

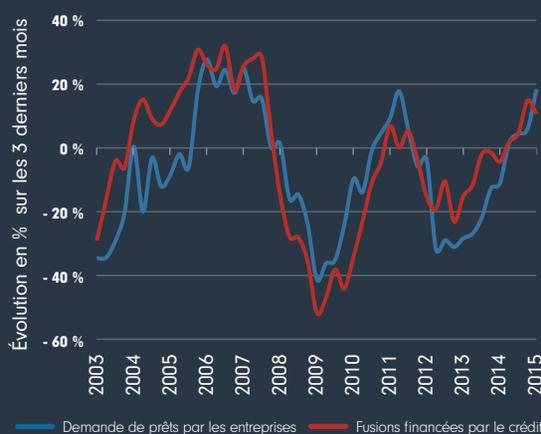
Les résultats de notre enquête le confirment. Le consensus table sur une légère augmentation des dividendes et de la rentabilité du capital cette année sur la base des anticipations de croissance de la demande (partant de niveaux très bas), de l'accent mis sur la gestion des coûts, de l'inflation limitée des coûts salariaux et de la baisse des prix de l'énergie et des matières premières. La moitié des analystes affirme que, plus que tous les autres, les dirigeants d'entreprises européennes considèrent la hausse de la demande finale comme la source la plus importante de croissance des résultats. L'activité modérée de fusions-acquisitions (qui prend principalement la forme d'acquisitions organiques) devrait se maintenir et permettre aux entreprises européennes les plus compétitives de se préparer à un début de reprise éventuel. Les coûts de financement rendus plus stables ou moins élevés par le QE soutiennent le renforcement à long terme des bilans des sociétés européennes, qui restent assez prudentes.

La sélection des valeurs demeure déterminante car les analystes sont partagés de manière égale sur la question de la hausse, de la baisse ou du maintien des dépenses d'investissement, ce qui reflète des écarts importants entre les fondamentaux des différents secteurs. Les valeurs cycliques ont reculé pour atteindre leurs plus bas niveaux par rapport aux actions défensives depuis les années de crise 2010-2012, alors que les valeurs « de qualité » (définies selon plusieurs critères comme l'efficacité des équipes dirigeantes, l'assise commerciale, la solidité du bilan), affichent des valorisations attractives par rapport aux titres de qualité inférieure qui sont plus spéculatifs. En outre, les actions européennes affichent désormais des valorisations plus intéressantes que leurs homologues américaines et l'écart relatif entre les deux marchés a n'a jamais été aussi bas depuis 38 ans.

INDICATEUR DE CONFIANCE GLOBAL  
5,8



### Hausse de la demande de prêts pour restructurations des entreprises européennes



Source : Datastream, Consensus Economics, janvier 2015

### L'écart relatif avec le marché américain a atteint un plus-bas sur 38 ans



Source: MSCI, DataStream Jan 2015



## PRINCIPAUX RÉSULTATS DE L'ENQUÊTE

# **1** LE JAPON CLASSÉ N°1 POUR...

LES DÉPENSES D'INVESTISSEMENT

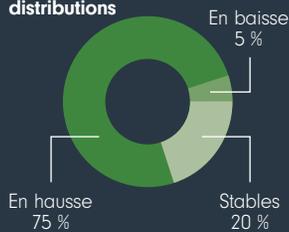


LA CONFIANCE DES DIRIGEANTS



LES POLITIQUES DE DIVIDENDES

Les analystes attendent des distributions



## FACTEURS DE SOUTIEN

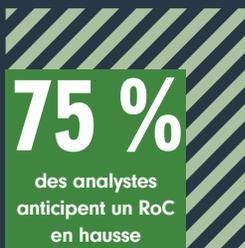
3ÈME FLÈCHE DU PLAN ABENOMICS



CROISSANCE DES SALAIRES



LA RENTABILITÉ DU CAPITAL



LA SANTÉ DES BILANS



DES ANALYSTES PRÉVOIENT UNE ACCÉLÉRATION DE L'INFLATION SALARIALE

GAGNANT DE LA BAISSÉ DES COURS PÉTROLIERS



## À SURVEILLER

STAGNATION DE LA CROISSANCE DES SALAIRES



RAFFERMISSEMENT DU YEN



RALENTISSEMENT EN CHINE



TASSEMENT DE LA DEMANDE



## JAPON : LES ABENOMICS SE VOIENT ACCORDER LE BÉNÉFICE DU DOUTE



Le Japon se place comme la région la plus dynamique au monde et contrecarre la tendance sur plusieurs aspects dans notre enquête ; les résultats suggèrent qu'actuellement, les entreprises japonaises laissent tout du moins le bénéfice du doute au programme de réformes « Abenomics ».

Les résultats solides du Japon en termes de confiance des dirigeants par rapport à l'année dernière et le relèvement significatif des anticipations de rentabilité du capital sont particulièrement de bon augure pour la « troisième flèche » du Premier ministre Shinzo Abe. La confiance des entreprises se reflète dans les attentes de nos analystes par une préférence grandissante pour des investissements de croissance plutôt que de maintenance (une autre tendance à contre-courant par rapport aux autres régions).

### Troisième flèche : des réformes structurelles pour stimuler la rentabilité du capital

Le troisième volet de réformes de croissance de Shinzo Abe s'articule autour des entreprises japonaises afin d'obtenir une meilleure rentabilité du capital. Les mesures visant à encourager les sociétés à mieux gérer leur capital sont essentielles pour le succès de cette troisième étape, dont le but premier est d'améliorer la rentabilité du secteur privé.

Si, comme 75 % de nos analystes l'anticipent, l'amélioration de la rentabilité des capitaux au Japon se poursuit cette année, cela signifie qu'il y aura finalement plus de ressources pour soutenir la croissance et, avec la perspective d'amélioration de l'efficacité du capital à long terme, nous devrions alors nous attendre à une augmentation des dividendes. L'enquête reflète également cet aspect, étant donné que 75 % de nos analystes s'attendent effectivement à une hausse des dividendes des entreprises japonaises cette année (ce qui en augmenterait mécaniquement la rentabilité des fonds propres). Toutefois, le point de départ du rendement du capital est plus faible qu'ailleurs et inférieur aux standards internationaux. Notre Global Aggregation Report fait état d'un ROE d'à peine 9,2 % en 2014 pour le Japon et qui devrait progresser à 9,9 % en 2016, contre respectivement 16,4 et 17,5 % pour les États-Unis et 12,1 et 12,7 % pour l'Europe.

### Inflation des salaires : la clé d'un cercle vertueux

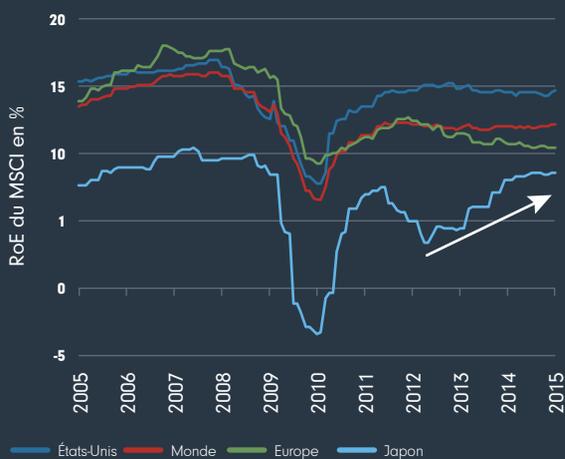
Autre témoin de la confiance envers les autorités et leurs efforts pour endiguer la déflation, le Japon est l'une des rares régions citées dans notre enquête où l'inflation des coûts salariaux devrait progresser, même si c'est à partir de niveaux bas. Un changement de mentalité des consommateurs et des entreprises est absolument nécessaire pour la réussite d'Abenomics. La hausse de la consommation et des investissements va doper les prix et les bénéfices, ce qui favorisera la croissance et aboutira en retour à davantage d'investissements, formant ainsi un cercle vertueux.

Bien que le dispositif Abenomics soit parvenu à réamorcer l'inflation, la hausse des salaires réels n'est pas aussi évidente. On a constaté quelques signes prometteurs de croissance nominale des salaires en 2014, mais l'évolution en termes réels n'a pas rattrapé l'inflation. Pourtant, de nombreux facteurs favorisent actuellement la croissance des salaires, notamment la hausse des prix à la consommation, l'augmentation solide du nombre de salariés à temps complet et la demande d'embauche plus forte pour tous les types d'employés. Dans ce contexte, les entreprises acceptent de plus en plus de revaloriser les salaires.

INDICATEUR DE CONFIANCE GLOBAL  
7,1

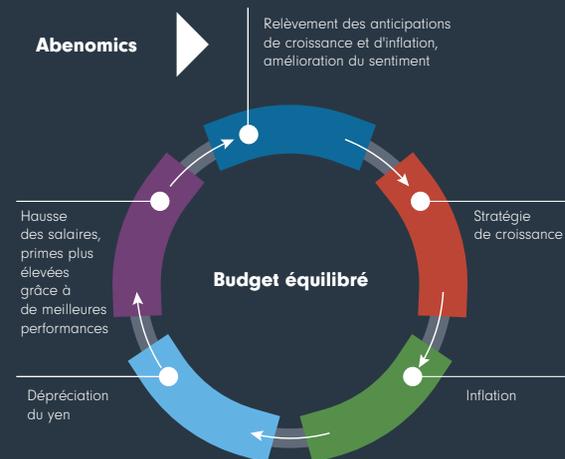


### 75 % des analystes tablent sur une amélioration continue des RoE au Japon



Source : MSCI, Datastream 25.02.2015

### Le cercle vertueux



Source : Fidelity Worldwide Investment 2014



## PRINCIPAUX RÉSULTATS DE L'ENQUÊTE

### RÉSULTATS STABLES POUR...

#### LES FUSIONS-ACQUISITIONS



#### LA CONFIANCE DES DIRIGEANTS



#### LES POLITIQUES DE DIVIDENDES

**81%** DES ANALYSTES PRÉVOIENT UN MAINTIEN DES DIVIDENDES

### RÉSULTATS FAIBLES POUR...

#### LES DÉPENSES D'INVESTISSEMENT



Les analystes prévoient une baisse

#### LA RENTABILITÉ DU CAPITAL



## FACTEURS MACROECONOMIQUES CONTRASTÉS

#### AVANTAGES DE LA BAISSÉ DES COURS PÉTROLIERS

Économies estimées à **100 MILLIARDS DE GBP**

#### RESTRUCTURATION SECTORIELLE/ CONSOLIDATION DU MARCHÉ



#### TRANSITION VERS UNE ÉCONOMIE DE CONSOMMATION



#### RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE DE LA DEMANDE



#### MESURES DE RÉDUCTION DES COÛTS



#### FAIBLE POUVOIR DE FIXATION DES PRIX ?



## À SURVEILLER

#### RALENTISSEMENT DE LA DEMANDE



#### RISQUE DE CRÉDIT



#### DÉFAUTS DANS L'IMMOBILIER/ LA FINANCE



#### DÉFLATION



## CHINE : PRUDENCE DANS UN CONTEXTE DE RALENTISSEMENT



Le ralentissement de la croissance économique et de la demande en Chine revient sans cesse dans notre enquête. La thématique est considérée comme un risque global critique puisque l'ensemble des analystes toutes régions confondues affirme que tout ralentissement plus marqué en Chine aurait un impact majeur sur les anticipations de croissance des pays qu'ils couvrent. Toutefois, il existe toujours des opportunités pour les investisseurs privilégiant le rendement et 81 % de nos analystes prévoient un maintien des dividendes cette année.

S'agissant de la Chine précisément, l'enquête montre que les entreprises du pays semblent plus prudentes que l'année dernière. Dans l'ensemble, les dirigeants cessent d'augmenter leurs investissements et les projets ont été revus à la baisse, plus que dans les autres régions. Contrairement à 2014, nous envisageons donc une diminution des dépenses d'investissement organique pour cette année. Les réductions de coûts, qui selon les dirigeants chinois ne devaient absolument pas être un moteur de la croissance des résultats l'année dernière, sont aujourd'hui considérées comme un vecteur clé, tandis que la hausse de la demande jouera un rôle beaucoup moins important qu'en 2014.

### Consolidation du marché

La Chine a enregistré une croissance du PIB de 7,4 % l'année dernière, soit un niveau légèrement supérieur à la plupart des estimations mais tout de même le plus bas depuis plus de 24 ans. La modération de la croissance est généralement considérée comme un mal nécessaire et positif pour une économie aussi imposante et à la limite de la surchauffe récemment. Cependant, les perspectives prudentes qui se dégagent de notre enquête laissent prévoir la poursuite des mouvements de restructuration sectorielle et de consolidation des marchés, ainsi qu'une hausse possible du risque de crédit dans la mesure où certains secteurs d'activité pourraient décevoir tandis que d'autres bénéficient de la transition économique. À l'inverse du reste de l'Asie (Japon y compris), nos analystes prévoient une légère hausse des taux de défaut en Chine par rapport à l'année dernière.

Au vu de la pression croissante sur la qualité des actifs et du contexte de ralentissement économique, le secteur bancaire pourrait alimenter la chronique avec des difficultés possibles au niveau d'institutions financières de petite taille comme les coopératives de crédit, les banques commerciales rurales et les établissements non-bancaires. Les banques sont plus réticentes à prêter aux acteurs des métaux et des mines ainsi qu'aux promoteurs immobiliers de taille réduite, secteurs où la pression sur la qualité des actifs s'accroît, mais elles seront peut-être ouvertes à des restructurations de dette au cas par cas. Cependant, une crise systémique ne semble pas à craindre en 2015 étant donné que le gouvernement contrôle à la fois les prêteurs et les emprunteurs et que les portefeuilles de prêts des grandes banques sont toujours concentrés sur les entreprises publiques.

Dans le secteur immobilier, les prêts de certains promoteurs de petite ou moyenne taille pourraient faire défaut ou être restructurés. Les promoteurs centrés sur les villes moins importantes sont particulièrement vulnérables en raison des surcapacités importantes, du ralentissement des ventes et de la faiblesse des prix.

INDICATEUR DE CONFIANCE GLOBAL  
4,4

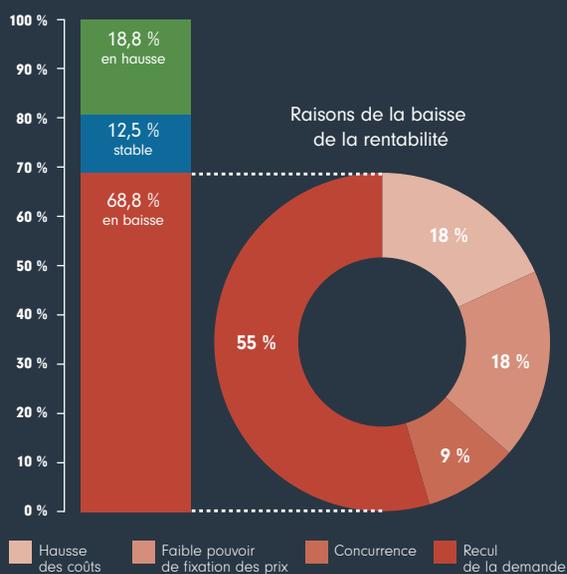


### Tous à l'assouplissement

Face aux sorties de capitaux, aux risques de déflation, au ralentissement économique et de la croissance de la demande, les autorités chinoises ont pris des mesures pour stimuler l'activité. Le 1<sup>er</sup> mars, la Banque populaire de Chine a baissé de 25 pb le taux de prêt de référence à un an et le taux de dépôt à un an, après avoir réduit de 50 pb le taux de réserves obligatoires en février 2015, qui avait aidé à libérer près de 600 milliards de RMB de liquidités sur le marché. Ces grandes initiatives d'assouplissement démontrent bien la volonté du gouvernement d'adopter des mesures plus larges (à l'inverse des mini-plans de relance ciblés de l'année dernière) et son empressement pour stimuler l'économie et relancer la demande.

Selon nos analystes, la forte baisse des coûts de l'énergie devrait nettement bénéficier à l'économie chinoise, et c'est un facteur qui pourrait bien contrebalancer les perspectives prudentes. Le pays étant le deuxième importateur net mondial de pétrole, chaque baisse de 1 dollar du prix du brut équivaut à une économie annuelle d'environ 2,1 milliards de dollars ; la baisse de 50 % depuis cet été représente donc plus de 100 milliards de dollars d'économies.

Pénalisée par le ralentissement de la demande, la rentabilité des entreprises chinoises se dégrade



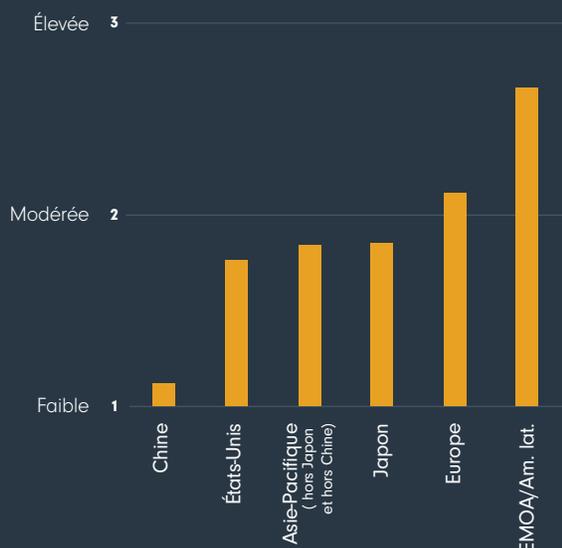
INDICATEUR DE CONFIANCE GLOBAL  
4,3



INDICATEUR DE CONFIANCE GLOBAL  
5,3



Les régions EMOA/Am. lat. sont les plus fortement exposées aux fluctuations de change



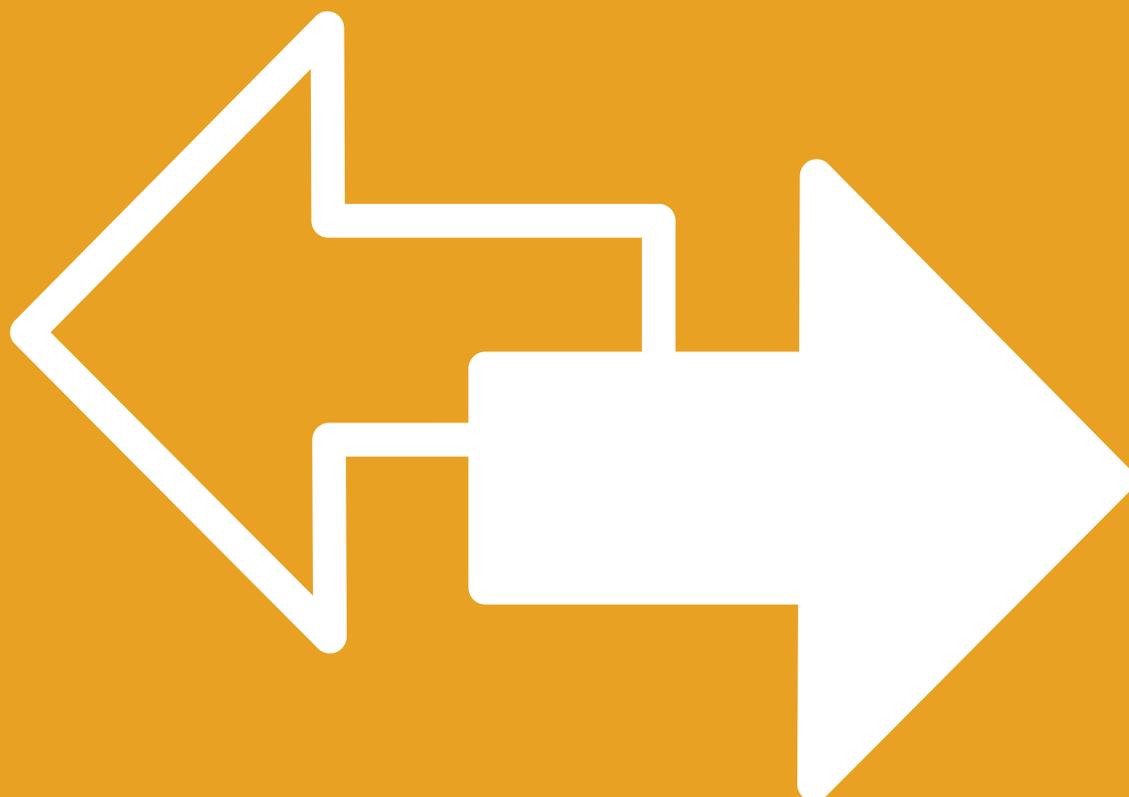
Source : Fidelity Worldwide Investment, enquête auprès des analystes 2015

## MARCHÉS ÉMERGENTS : LES INQUIÉTUDES MASQUENT DES ÉCARTS

D'après nos analystes, la confiance des entreprises de l'univers émergent s'est dégradée avec la hausse de la volatilité des devises, notamment dans la zone EMOA et en Amérique latine où les secteurs énergétiques ont été durement touchés et où la hausse du dollar a renforcé les coûts de financement. Plus de la moitié des analystes prévoient une baisse des dépenses avec un basculement au profit des investissements de maintenance (et non de croissance) et s'accordent sur le fait que les mesures de réduction des coûts seront le moteur principal des bénéfices. Même si l'on exclut le secteur de l'énergie, la confiance des dirigeants est toujours en retrait par rapport à l'année dernière.

Toutefois, certains pays profitent largement de la chute des prix du pétrole, ce qui vient équilibrer les résultats d'ensemble et soutenir les perspectives de dividendes, qui devraient rester stables ou augmenter selon la vaste majorité des analystes. Par exemple, 2/3 d'entre eux indiquent que l'Asie-Pacifique (hors Japon et Chine) bénéficiera plus que toute autre région dans le monde de la baisse des prix pétroliers. Preuve encore une fois de la divergence des réponses géographiques et sectorielles, un tiers des répondants prévoit une augmentation des dividendes pour les sociétés qu'ils suivent en Asie (hors Japon et Chine) et plus de la moitié table sur un renforcement continu des bilans, notamment car le sentiment à l'égard de l'inflation des coûts est largement plus optimiste que l'année dernière.

De plus, l'image est brouillée par les degrés différents de succès des réformes des économies et des secteurs privés en fonction des pays ; en effet, ceux qui prennent des initiatives de changement offriront de meilleures opportunités d'investissement que les ceux qui ne le font pas. L'Inde, par exemple, réalise de bonnes avancées dans certains domaines sous l'impulsion du nouveau Premier ministre Narendra Modi, qui a largement fait usage de son pouvoir exécutif à cet effet. La situation de l'offre de charbon et d'électricité s'est améliorée, les autorisations de projets d'investissement ont accéléré, les plafonds d'IDE ont été revus à la hausse dans plusieurs secteurs, tandis que le problème de l'exclusion financière est pris à bras-le-corps.



## **2. DES OPPORTUNITÉS CONTRASTÉES QUI DIVISENT LES SECTEURS**

Au premier abord, les conclusions de notre enquête sont plus tempérées que l'année dernière. Globalement, nos analystes pensent que la confiance des dirigeants se dégrade légèrement, que la rentabilité du capital ne progressera plus vraiment et que les taux de défaut devraient augmenter. Ce n'est pas tout à fait exact lorsque l'on y regarde de plus près. En réalité, certains indicateurs montrent que des divergences sont en train d'apparaître, ce qui est confirmé par des analyses sectorielles plus poussées.



**PRINCIPAUX RÉSULTATS DE L'ENQUÊTE  
PERSPECTIVES LES PLUS FAIBLES POUR...**

**LA CONFIANCE  
DES DIRIGEANTS**



des analystes relèvent une forte baisse de la confiance

**LES DÉPENSES  
D'INVESTISSEMENT**



Tous les analystes anticipent une réduction

**LA RENTABILITÉ DU CAPITAL**



des analystes anticipent un recul

**LES TAUX DE DÉFAUT**



des analystes prévoient une hausse des taux de défaut

**LES POLITIQUES  
DE DIVIDENDES**



**LA SANTÉ DES BILANS**



**ENTRAÎNANT DES DIVERGENCES ENTRE...  
RÉGIONS**

**PERDANTS**

**EXPORTATEURS NETS DE PÉTROLE**



Ex. Russie

**GAGNANTS**

**IMPORTATEURS NETS DE PÉTROLE**



Ex. Inde

**PRODUCTEURS À COÛTS**



Ex. schiste américain

**TOUS LES CONSOMMATEURS**



Pays affichant  
**UNE FISCALITÉ PÉTROLIÈRE FAIBLE**  
ou  
**DES DÉPENSES ÉNERGÉTIQUES ÉLEVÉES**

**SECTEURS**

**PERDANTS**

**E&P, ÉQUIPEMENTS DE PRODUCTION PÉTROLIÈRE**



**GAGNANTS**

**EXPOSÉS À LA CONSOMMATION**



**BAISSE DES COÛTS DES FACTEURS DE PRODUCTION POUR TOUS LES SECTEURS**

Ex. compagnies aériennes

**À SURVEILLER**

**COURS PÉTROLIERS**



**STRATÉGIE DE L'OPEP**



**RISQUES DE DÉFAUT**



**OPPORTUNITÉS TACTIQUES SUR LES VALORISATIONS**



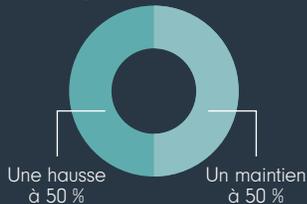


## PRINCIPAUX RÉSULTATS DE L'ENQUÊTE

### #1 LA SANTÉ EST CLASSÉE N°1 POUR...

#### LA POLITIQUE DE DIVIDENDES

Les analystes prévoient



#### LA RENTABILITÉ DU CAPITAL



### #2 LA SANTÉ EST CLASSÉE N°2 POUR...

#### LES FUSIONS-ACQUISITIONS



#### LA CONFIANCE DES DIRIGEANTS



## UN VÉRITABLE ÂGE D'OR POUR LE SECTEUR MÉDICAL...

### INNOVATION



ONCOLOGIE  
IMMUNOTHÉRAPIE  
VIROTHÉRAPIE  
THÉRAPIE GÉNÉRIQUE

### CROISSANCE DÉMOGRAPHIQUE



### VIELLISSEMENT DE LA POPULATION



### CONSOMMATION DES MARCHÉS ÉMERGENTS



### CROISSANCE STRUCTURELLE DU SECTEUR MONDIAL DE LA SANTÉ



## À SURVEILLER

#### GRANDES FUSIONS-ACQUISITIONS



#### RÉGLEMENTATION (EX. OBAMACARE)



#### POUVOIR DE FIXATION DES PRIX



#### TECHNOLOGIES DE RUPTURE



## LES GAGNANTS PROFITENT DU FINANCEMENT BON MARCHÉ ET DE L'ALLÈGEMENT DE LA PRESSION SUR LES COÛTS

Une proportion quasi-égale d'analystes prévoit soit la dégradation, soit le maintien soit, l'amélioration de la rentabilité du capital, ce qui constitue un signe évident de trajectoires différenciées selon les secteurs. En outre, les dividendes devraient augmenter légèrement dans l'ensemble au cours des 12 prochains mois, l'activité de fusions-acquisitions va persister, l'inflation des coûts et des salaires sera encore moins préoccupante que l'année dernière, le coût du capital restera bas et les bilans continueront de s'améliorer à moyen terme, tout en ne se livrant pas à des dépenses extravagantes. Les conditions de financement avantageuses devraient se maintenir plus longtemps qu'on ne le pensait l'année dernière : les entreprises n'ont donc pas de raison particulière de se hâter pour financer leurs bilans.

**« LES PRÉVISIONS GLOBALES DE L'ENQUÊTE SONT FORTEMENT INFLUENCÉES PAR LES ÉVOLUTIONS DANS LE SECTEUR DE L'ÉNERGIE. SANS SURPRISE, LA CONFIANCE DES DIRIGEANTS SE DÉGRADE DANS LES SECTEURS DE L'ÉNERGIE ET DES MATÉRIAUX, MAIS ELLE S'AMÉLIORE EN REVANCHE PAR RAPPORT À L'ANNÉE DERNIÈRE DANS LA PLUPART DES AUTRES SECTEURS. »**

Les prévisions globales de l'enquête sont fortement influencées par les évolutions dans le secteur de l'énergie. Sans surprise, la confiance des dirigeants se dégrade dans les secteurs de l'énergie et des matériaux, mais elle s'améliore en revanche par rapport à l'année dernière dans la plupart des autres secteurs, notamment les télécommunications, la santé et les technologies de l'information. La croissance d'ensemble des dépenses d'investissements a été freinée par la chute des prix du pétrole, le secteur énergétique réalisant plus de 30 % des dépenses à l'échelle mondiale. Toutefois, la réduction drastique des projets d'investissement dans l'énergie et les matériaux contraste avec la tendance dans les autres secteurs (notamment la santé, les technologies de l'information et les télécommunications), où les dépenses sont stables ou en hausse. Notre Global Aggregation Report interne, qui donne un aperçu des indicateurs de valorisation en dollar fournies par l'ensemble de nos analystes, montre que l'énergie est de loin le secteur le plus abordable avec un PER 2014 de 10,1. Cependant, une fois la baisse des prix du pétrole et les résultats de fin 2014 intégrés dans les modèles de valorisation, le secteur sera probablement moins attractif, comme le montre déjà la progression prévue du PER 2015 à 15,2. Ce chiffre est à mettre en perspective avec la moyenne totale de l'ensemble des secteurs qui est passée de 15,5 l'année dernière à 15,1 cette année.

L'édition 2014 de notre enquête identifiait l'activité de fusions-acquisitions comme thème central de l'année, ce qui s'est révélé exact. Dans un contexte d'essoufflement de la croissance de la demande et de coûts d'emprunt particulièrement bas, les projets de fusion-acquisition

resteront un moyen efficace de doper la croissance (seulement 15 % des analystes n'anticipent aucune activité à cet égard), notamment sur les marchés européens. Toutefois, les analystes estiment que les opérations seront d'ampleur plus modeste, comme le montre le biais clair des entreprises en faveur des acquisitions organiques.

## PRIX DU PÉTROLE : GAGNANTS ET PERDANTS

L'effondrement spectaculaire des prix du pétrole depuis le second semestre 2014 est sans aucun doute un thème prédominant de notre enquête 2015. Même si cette baisse aura des retombées négatives sur l'énergie et les secteurs connexes, elle profite encore davantage à de nombreux autres secteurs en réduisant les coûts de production et/ou en soutenant les conditions de la demande de consommation.

Concernant le secteur énergétique en lui-même, et à l'inverse de l'année dernière, 85 % des analystes ont indiqué que les dirigeants sont bien moins confiants quant aux perspectives de l'activité pour 2015. Sans surprise, sur les 10 secteurs couverts, il s'agit de loin de la réponse la plus pessimiste.

La baisse des cours pétroliers a clairement chamboulé l'économie fondamentale du secteur de l'exploration et de la production de pétrole dans de nombreuses régions du monde, notamment en ce qui concerne les exploitations dont les coûts sont relativement élevés comme les gisements de schiste américains. Cela se reflète dans les perspectives de projets d'investissement : 100 % des analystes du secteur énergétique s'attendent en effet au minimum à une baisse modérée des investissements fixes des entreprises qu'ils couvrent en 2015, tandis que 77 % d'entre eux penchent pour une réduction plus marquée. En outre, étant donné que le secteur de l'énergie présente une forte intensité capitalistique, cela aura un impact négatif sur les dépenses d'investissement de façon générale.

**« LA BAISSÉ DES COURS PÉTROLIERS A CLAIREMENT CHAMBOULÉ L'ÉCONOMIE FONDAMENTALE DU SECTEUR DE L'EXPLORATION ET DE LA PRODUCTION DE PÉTROLE DANS DE NOMBREUSES RÉGIONS DU MONDE, NOTAMMENT EN CE QUI CONCERNE LES EXPLOITATIONS DONT LES COÛTS SONT RELATIVEMENT ÉLEVÉS COMME LES GISEMENTS DE SCHISTE AMÉRICAINS. »**

James Dudgeon, Equity Research Analyst



Les segments tels que les équipements pétroliers sont également pénalisés, car l'activité de forage onshore et offshore fait face à des pressions majeures dans la mesure où le ralentissement fait baisser les prix des contrats et menace les marges futures. Cela pénalise certaines sociétés telles que le spécialiste de l'ingénierie, de la construction et du forage Saipem, qui a de plus été malmené par l'annulation du projet South Stream par la Russie auquel elle allait prendre part, qui prévoyait de faire transiter du pétrole de la Russie à la Bulgarie via la mer Noire.

D'un autre côté, la baisse des prix du pétrole aura un impact globalement très positif sur les autres secteurs. En effet, à l'exception de l'énergie et des matériaux, les analystes s'attendent au minimum à des retombées légèrement favorables. Le repli du baril ayant un effet positif sur le revenu disponible des ménages des régions importatrices, les secteurs des biens de consommation cyclique et non-cyclique devraient largement tirer leur épingle du jeu.

Par exemple, le constructeur automobile américain General Motors bénéficie de cette tendance, mais aussi de la hausse de la demande pour les SUV (moins économes en carburant mais dont la marge est plus élevée), ainsi que de la baisse des coûts de production des matériaux plastiques. Dans le même secteur, le constructeur de véhicules électriques Tesla est quant à lui pénalisé par la baisse du pétrole car celle-ci amoindrit l'avantage de coût d'utilisation par rapport aux véhicules à moteurs à combustion classique.

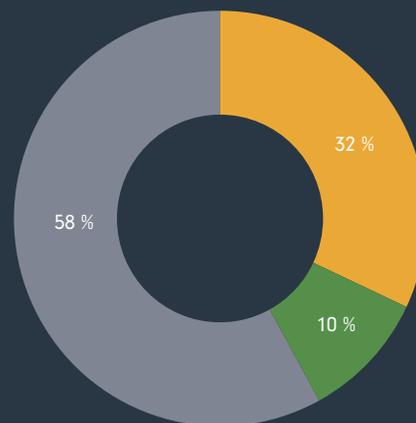
### Industrie du schiste aux États-Unis

La baisse des prix du pétrole représente un choc négatif majeur pour les revenus de l'industrie du schiste aux États-Unis. Les prix du baril étant descendus en dessous de ce que l'on appelle le « seuil de rentabilité » dans de nombreuses régions productrices, les investissements dans le secteur ont déjà nettement reculé comme le montre la diminution du nombre de plateformes de forage en exploitation, qui à la mi-février accusait une baisse de 18 % par rapport à l'année dernière<sup>1</sup>. Les retombées sur les producteurs de schiste américains correspondent exactement à ce que l'OPEP pouvait espérer en décidant de ne pas alléger sa production en novembre 2014. Malgré tout, les analystes de Fidelity estiment que l'industrie du schiste aux États-Unis va rester viable à long terme grâce à plusieurs facteurs :

- les coûts de production sont positivement corrélés aux prix du pétrole (ils tendent à baisser lorsque les prix du baril diminuent) ;
- l'efficacité de la production continue d'augmenter grâce notamment aux avancées réalisées dans les techniques de forage ;
- le processus de « montée en gamme » par lequel les producteurs concentrent leurs efforts et leurs ressources sur des gisements les plus rémunérateurs dans chaque région ;
- les forces de marché - à savoir que la baisse des prix devrait stimuler la demande et réduire l'offre globale, conduisant à une remontée des prix à long terme.

1. Nombre de plateformes de forage rotatif en Amérique du Nord, Baker Hughes, 11/02/2015

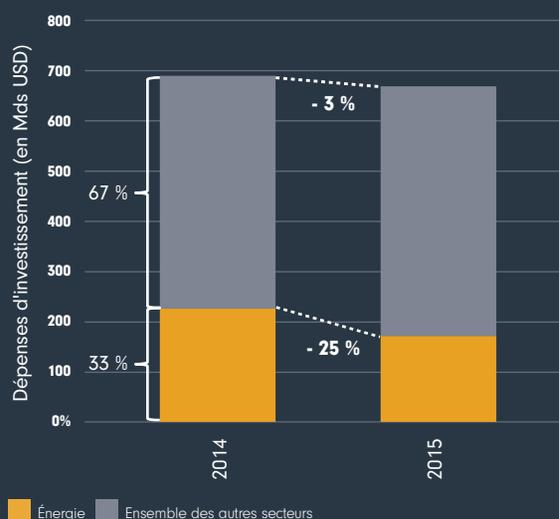
## Répartition des dépenses d'investissement à l'échelle mondiale (hors services financiers)



Énergie Matériaux Autres secteurs

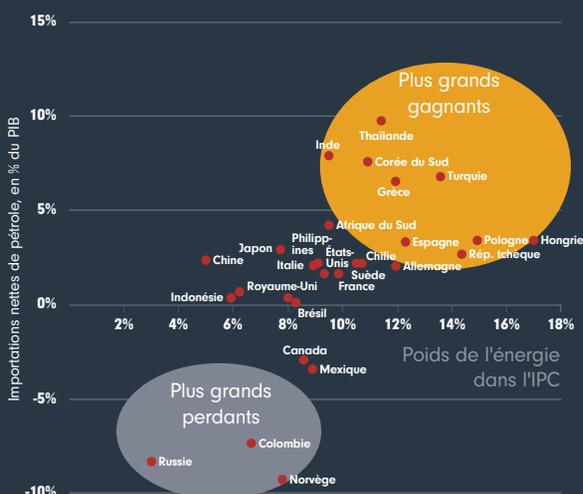
Source : « S&P Global Corporate Capital Expenditure Survey 2014 », S&P Capital IQ, calculs de S&P Ratings, FMI (estimation de juillet 2014)

## Recul de 3 % des dépenses d'investissement du S&P 500 en 2015, plombées par la baisse de 25 % des dépenses dans l'énergie



Source : Goldman Sachs Global Investment Research, 29 janvier 2015

## Gagnants et perdants de la chute des prix du pétrole



Source : Fidelity Worldwide Investment, Fidelity Solutions Group, Décembre 2014

## SANTÉ : INNOVATION ET NOUVEAUX MÉDICAMENTS ALIMENTENT LA CONFIANCE



La demande à long terme dans le secteur de la santé est soutenue par les tendances démographiques mondiales et l'accroissement de la demande des pays émergents. Élément décisif cependant, la capacité de réponse du secteur s'améliore également grâce à la nette accélération du rythme d'innovation, dont témoignent les découvertes de nouveaux traitements et les nombreux médicaments intéressants en développement qui viennent combler des besoins importants en matière de soins. Cela se reflète dans le haut degré de confiance des dirigeants d'entreprises du secteur rapporté par nos analystes, qui est le plus élevé de l'ensemble des secteurs.

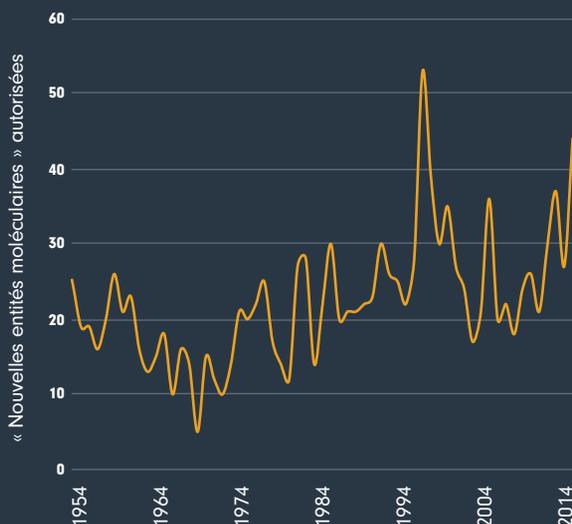
La confiance des dirigeants dans la santé est également dopée par les avancées scientifiques régulières. Comparativement à la période 2000-2010 où peu de découvertes ont effectivement engendré la mise sur le marché de nouveaux médicaments, on observe actuellement que de nombreux produits sont en phase d'autorisation dans plusieurs domaines où existent des besoins, notamment liés au traitement des problèmes cardiovasculaires, de cancers et d'hépatite. Les années à venir sont en effet en passe d'enregistrer une productivité record similaire à celle de la période 92-98 en termes de nouvelles découvertes.

L'un des moteurs clés de cette accélération de l'innovation est l'amélioration de la productivité en laboratoire, l'expansion continue des connaissances disponibles en sciences biologiques permettant

d'identifier des cibles médicamenteuses plus spécifiques. À cela vient s'ajouter l'environnement réglementaire plus favorable aux États-Unis, où la FDA (Food & Drug Administration) met à niveau ses compétences et capacités en interne pour arriver à traiter les flux croissants de nouveaux produits. L'agence n'a jamais autorisé autant de médicaments que durant la dernière période de trois ans. Sur les quatre dernières années, pas moins de 65 médicaments ont également pu bénéficier d'une autorisation plus rapide de mise sur le marché grâce au système de « Breakthrough Therapy Designation » (BDT).

Pour citer quelques exemples, Novartis a notamment développé un traitement révolutionnaire pour pallier les insuffisances cardiaques, tandis que Sanofi élabore une classe de médicaments inhibiteurs de PCS K-9 qui permettent de diminuer radicalement le niveau de cholestérol, réduisant ainsi le risque d'attaques cérébrales et de crises cardiaques. D'autres progrès sont également en cours dans le domaine oncologique, avec le développement de traitements moins invasifs en chimiothérapie. L'un des leaders mondiaux dans ce domaine est le laboratoire suisse Roche, dont la filiale américaine Genentech a reçu en février une approbation rapide de la FDA pour une nouvelle catégorie de médicaments d'immunothérapie qui pourraient être utilisés dans le traitement des cancers du poumon et de la vésicule biliaire.

Les autorisations de mise sur le marché de nouveaux médicaments ont atteint un niveau surpassé une seule fois dans l'histoire (en 1996)



## TÉLÉCOMMUNICATIONS : LA CONFIANCE COMME MOTEUR DE L'ACTIVITÉ DE FUSIONS-ACQUISITIONS

Comme pour la santé, la confiance des entreprises des services de télécoms est jugée comme l'une des plus solides dans notre enquête. En effet, 100 % des analystes télécoms ont indiqué que les dirigeants étaient autant voire plus confiants que l'année dernière, un résultat meilleur que dans les autres secteurs.

Ce haut degré de confiance reflète à la fois le contexte de marché favorable qui devrait continuer à favoriser la consolidation ainsi que les possibilités croissantes d'innovation dans le secteur qui découlent de la convergence des technologies de communication.

Bien qu'il soit difficile de généraliser à toutes les régions, le revenu moyen par utilisateur et la concurrence aux États-Unis restent raisonnablement stables depuis un moment, tandis qu'en Europe la situation semble s'améliorer au vu des signes de rupture tant attendue du cycle baissier des bénéfices qui dure depuis plusieurs années. Cette tendance est partiellement imputable à l'inflexion des revenus du mobile et à la hausse structurelle de ceux générés par les données sans fil.

L'un des éléments clés qui contribue à cet environnement propice est la faiblesse des taux d'intérêt et des rendements, connue pour soutenir le secteur grâce à la réduction des coûts de financement de la dette et, dans une moindre mesure, grâce aux conditions de demande de consommation plus favorables qu'elle engendre. C'est toujours le cas actuellement, et l'un des traits marquants de notre enquête est l'importance des prévisions de consolidation dans le secteur des télécoms. À cet égard, on peut évoquer les fusions récemment annoncées entre BT et EE ainsi qu'entre O2 et le propriétaire du réseau Three, Hutchison Whampoa.

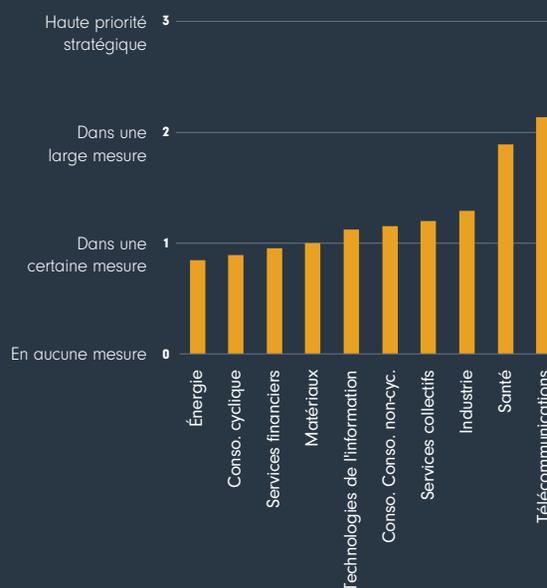
Fait peut-être surprenant pour un secteur considéré comme défensif, 85 % des analystes de Fidelity ont jugé le secteur des télécommunications comme modérément voire fortement exposé aux technologies de rupture, en deuxième position après le secteur des technologies lui-même. Cela s'explique en majeure partie par la convergence de technologies diverses dans cet univers. L'histoire de la société belge Telenet illustre bien cette tendance : d'abord fournisseur d'accès à Internet et opérateur de téléphonie fixe traditionnel, l'entreprise a lancé un nouveau service mobile innovant centré sur la couverture WiFi publique qui lui a permis de s'adjuger déjà 20 % du marché flamand.

L'entreprise britannique BT fait partie des sociétés de services de télécommunications qui bénéficient de conditions de marché avantageuses. Les conditions de financement attractives devraient soutenir son offre de rachat lancée sur l'opérateur mobile EE, et de plus l'entreprise est jugée très innovante grâce à ses efforts pour se réinventer sur les segments du mobile et de l'acheminement de contenu, devenant ainsi l'un des acteurs majeurs des services convergents dans le pays.

Fait étonnant, presque 90 % des analystes affirment que la réglementation aura un impact majeur sur le secteur, mais seulement 30 % pensent que ce facteur est totalement pris en compte dans les valorisations ; cela sera probablement un élément perturbateur à considérer pour les investisseurs, qui rend l'approche sélective encore plus pertinente.

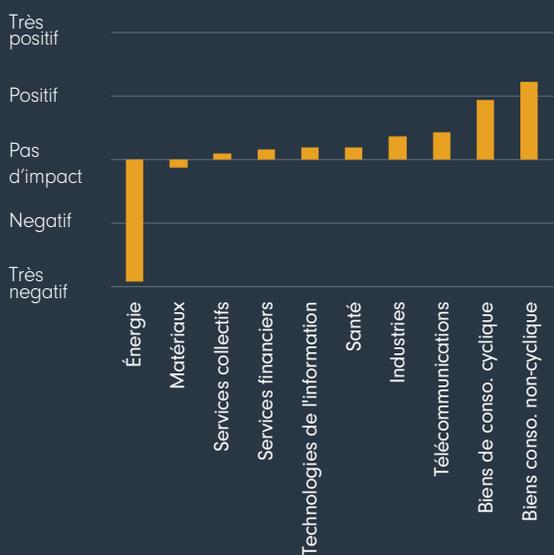


Le secteur des télécommunications sera le plus actif en termes de fusions-acquisitions au cours des 1 ou 2 ans à venir



Source : Fidelity Worldwide Investment, enquête auprès des analystes 2015

Les analystes attendent un impact positif des faibles prix de l'énergie sur le secteur de la consommation



La quête de rendement amène les investisseurs vers la consommation non-cyclique



Les valeurs des services collectifs s'éloignent de la trajectoire des prix du gaz



## SECTEURS DE LA CONSOMMATION : PRIX DU PÉTROLE FAVORABLES DANS UN CONTEXTE CONCURRENTIEL, MAIS POTENTIEL HAUSSIER LIMITÉ DES BIENS DE CONSOMMATION NON-CYCLIQUE

Alors que les pressions déflationnistes se font sentir partout dans le monde, que la guerre des prix de détail s'intensifie et que la confiance des ménages reste fragile sur de nombreux marchés, notre enquête souligne la baisse du degré de confiance des dirigeants dans le secteur des biens de consommation cyclique par rapport à l'année dernière. En revanche, le secteur des biens de consommation non-cyclique résiste un peu mieux et la confiance n'a que légèrement diminué.

Cela dit, les perspectives de coûts relativement stables pour les deux ans à venir devraient soutenir les marges des entreprises de la consommation. La baisse des cours pétroliers pourrait avoir un impact très positif en réduisant les coûts logistiques tout au long de la chaîne d'approvisionnement et en stimulant la demande grâce à la hausse des niveaux de revenus disponibles, en particulier dans les pays émergents où le carburant représente un poste de dépense important pour les ménages, et aux États-Unis, où les fluctuations du pétrole ont un effet plus direct en raison de la fiscalité moins lourde. Les valeurs de la consommation (notamment cyclique) ont tendance à tirer parti de la baisse des prix du brut lorsque celle-ci est due à une augmentation de l'offre. Cette situation contraste avec le schéma traditionnel plus commun qui veut que la baisse de la demande finale entraîne un repli des cours pétroliers, ce qui permet aux valeurs défensives de surperformer.

**« LA BAISSÉ DES COURS PÉTROLIERS POURRAIT AVOIR UN IMPACT TRÈS POSITIF EN RÉDUISANT LES COÛTS LOGISTIQUES TOUT AU LONG DE LA CHAÎNE. »**

La baisse du pétrole est bénéfique aux segments de l'alimentation, des produits personnels et ménagers, de la distribution alimentaire et du commerce en ligne, ainsi qu'aux compagnies de croisières. D'un autre côté, la hausse du pouvoir d'achat discrétionnaire des ménages a une incidence positive pour l'industrie des loisirs, l'alimentation, la grande distribution en général et, encore une fois, les compagnies de croisières. Carnival, qui dispose d'une flotte de bateaux de croisière opérant partout dans le monde, est un bon exemple de société bénéficiant d'un contexte d'offre favorable à court terme (même si les investisseurs vont certainement attendre de voir si la demande suit la hausse du nombre de navires mis en circulation en 2016 et surveiller les nouvelles commandes au cours des 6 à 9 prochains mois). En effet, les valeurs de consommation de début de cycle comme celles de l'hôtellerie, dont les valorisations sont souvent les premières à culminer avec la reprise de la demande, commencent à paraître onéreuses à mesure que les investisseurs s'orientent vers d'autres valeurs en phase de reprise moins avancée.

S'agissant de l'évolution des dépenses d'investissement par rapport à 2014, les perspectives sont bonnes pour les valeurs de la consommation cyclique et non-cyclique, plus de deux tiers des analystes s'attendant à des dépenses équivalentes ou en hausse. Ces deux secteurs arrivent en tête de notre enquête sur le plan des anticipations de dépenses d'investissement de croissance pour les 12 prochains mois – ce sont en effet les seuls qui consacreront probablement plus de 50 % de leurs investissements à la croissance. Cela s'explique partiellement par la reprise dans le segment des matériaux de construction sur certains marchés comme les États-Unis et le Royaume-Uni après une période de dépenses réduites en raison du ralentissement économique, et par les investissements dans les services réalisés par les distributeurs en ligne (qui viennent compenser la baisse des dépenses consacrées aux ouvertures de boutiques physiques). Les marges ont suffisamment regagné du terrain au Royaume-Uni et aux États-Unis, de sorte que les bénéficiaires sont désormais tirés par la croissance de la demande plutôt que par les réductions de coûts. Les sociétés telles que Wolseley, distributeur international d'équipements de canalisations et de chauffage et fournisseur de matériaux de construction aux professionnels, profite du regain de confiance des ménages américains et du raffermissement du marché de l'immobilier en particulier.

Près de la moitié des analystes table toujours sur une amélioration de la rentabilité du capital et une hausse des dividendes pour les sociétés de la consommation non-cyclique. Avec la persistance de taux souverains faibles, les investisseurs en quête de rendement ont tendance à acheter les actions de ce secteur en se basant sur l'idée que les corrections et les défaillances sont moins probables que sur les marchés de la dette d'entreprise plus risquée et que la croissance sous-jacente peut continuer d'alimenter la hausse des dividendes. Cela explique pourquoi les valeurs du secteur commencent à devenir onéreuses au regard des niveaux historiques, selon nos analystes. Notre Global Aggregation Report vient confirmer cette opinion, puisqu'il montre que le secteur affiche le PER le plus élevé de tous à 20,9 l'année dernière et 17,7 en 2015 (porté par les valeurs japonaises), contre une moyenne de respectivement 15,5 et 13,5 pour les autres secteurs.

## **ASSAINISSEMENT NOTABLE DES BILANS DANS LES SERVICES COLLECTIFS, MAIS LES PRIX DU GAZ ET DU PÉTROLE AMÈNENT DE NOUVEAUX RISQUES**

La principale conclusion de l'enquête concernant les services collectifs se rapporte à l'assainissement notable des bilans des entreprises. L'année dernière, les

analystes identifiaient encore une dégradation, mais la majeure partie d'entre eux fait désormais état de bilans plus sains grâce à d'importantes cessions d'actifs. Nos analystes font état d'une véritable rupture par rapport au passé, dans le sens où les entreprises du secteur ne financent plus leurs dividendes en s'endettant mais arrivent à les dégager à partir de flux de trésorerie.

Toutefois, cette amélioration des sociétés intégrées des services collectifs pourrait être en partie menacée par la baisse des prix du gaz et des matières premières, qui ont commencé à prendre la même trajectoire baissière que les prix du pétrole (en raison du climat défavorable, ainsi que des tendances de la demande et des capacités), ce qui fait reculer les prix de l'électricité. Cela exerce une pression sur les bénéficiaires et provoque une certaine incertitude quant au versement de dividendes. Les sociétés européennes sont particulièrement affectées, car elles pâtissent également du ralentissement de la demande et des surcapacités considérables engendrées par la croissance des énergies renouvelables, qui a été favorisée par les subventions importantes accordées à l'éolien et au solaire notamment.

On comprend ainsi pourquoi les analystes sont partagés entre ceux qui pensent que la rentabilité du capital diminue (en raison d'un faible pouvoir de fixation des prix) et ceux qui la voient augmenter (grâce aux réductions de coûts et aux changements réglementaires). Les dépenses d'investissement reflètent également des conditions de marché précaires, étant donné que la majorité des analystes prévoient une diminution modérée ou forte et soulignent un basculement notable vers les dépenses de maintenance. La société allemande RWE, l'un des leaders de la fourniture d'électricité et de gaz en Europe, a par exemple réduit ses projets d'investissement de deux tiers à 2 milliards d'euros, contre 6 milliards précédemment.

Aux États-Unis, les valeurs des services collectifs sont très performantes, mais cela provient en grande partie du segment soumis à la réglementation (où la production et/ou la transmission et la distribution d'énergie sont réglementées par les autorités compétentes). Celui-ci est en effet moins vulnérable à la baisse des prix des matières premières et présente des caractéristiques semblables à celles des obligations en ce qu'il bénéficie de la faiblesse des rendements souverains et de l'assouplissement monétaire.

Au vu de ces perspectives, la majeure partie des analystes pense que les valorisations sont légèrement élevées, tandis que les analystes crédit restent prudents sur certaines valeurs. Malgré tout, les résultats devraient rester stables et les anticipations de dividendes sont positives. Pas un seul de nos analystes ne prévoit que les entreprises qu'ils suivent réduiront ou supprimeront leurs dividendes, et une bonne moitié d'entre eux anticipe des augmentations à mesure que les sociétés continuent d'intégrer l'importance de la stabilité du rendement du dividende pour les investisseurs.

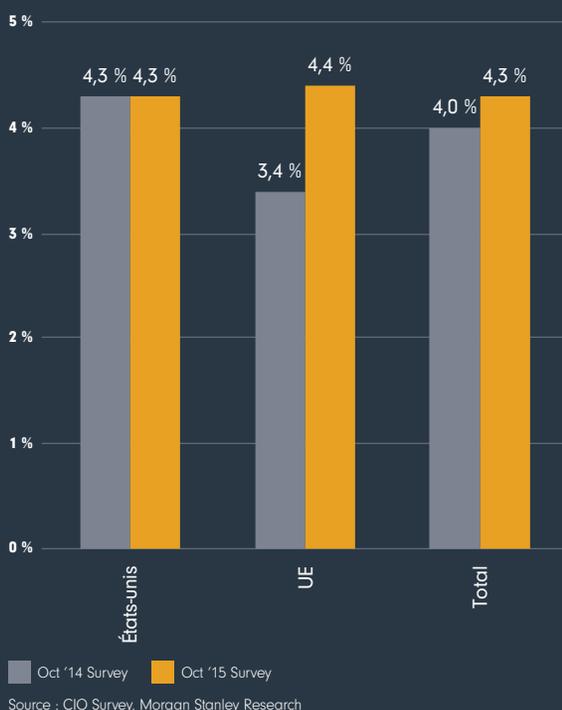
## TECHNOLOGIES DE L'INFORMATION : ENTRE RUPTURE ET DISPERSION

Plus que tout autre secteur, les technologies de l'information sont caractérisées par une dispersion causée par les progrès technologiques induisant des innovations de rupture. Il ne fait aucun doute que le marché sera très différent dans seulement quelques années.

En moyenne, nos analystes IT estiment que la confiance des dirigeants est stable ou en hausse (comme les dépenses d'investissement et les dividendes) et la majorité d'entre eux juge que les sociétés qu'ils suivent se trouvent en phase d'expansion dans le cycle industriel. C'est également le seul secteur pour lequel la croissance du marché/de la demande finale est un moteur de croissance des résultats aux yeux des dirigeants. Cela confirme les enquêtes auprès des directeurs d'investissement qui montrent un relèvement des anticipations de croissance des dépenses informatiques externes liées aux logiciels, aux communications et aux services, surtout dans la distribution et la production manufacturière.

La rupture est un thème central. Par exemple, les fournisseurs informatiques traditionnels comme IBM sont rapidement menacés par les nouveaux entrants sur le marché et doivent continuellement se réinventer, comme en ce moment avec l'essor fulgurant du cloud computing et des solutions logicielles en ligne. À l'inverse, des sociétés comme Ubisoft, leader du jeu vidéo basé en France, tirent parti d'évolutions telles que la consolidation du marché du jeu vidéo, l'augmentation du revenu numérique et le renforcement des barrières à l'entrée dû à la hausse des coûts de développement.

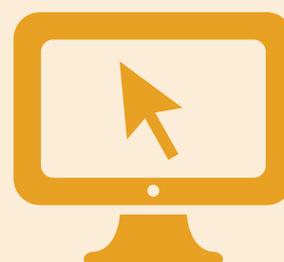
### Progression des anticipations de dépenses des directeurs d'investissement d'entreprises informatiques



De nouvelles menaces bousculent également les valeurs des technologies de l'information. Les atteintes à la sécurité de grande ampleur, dont ont été victimes Target et Sony Pictures aux États-Unis, soulignent les énormes défis à relever en matière de gestion des données pour ces entreprises. Dans le sillage de l'affaire Edward Snowden, ces attaques démontrent également que le secteur est de plus en plus politisé à mesure que la sécurité des données devient un enjeu national aux États-Unis car les fournisseurs américains font face à une défiance accrue à l'étranger, la Chine accélérant par exemple le développement de son propre secteur informatique. Il existe des opportunités considérables pour les spécialistes de la sécurité informatique qui arrivent à répondre à la demande avec des produits efficaces.

Sans surprise, les fournisseurs de services informatiques signalent que les dépenses technologiques dans l'énergie, les services collectifs, l'aéronautique et les télécommunications européennes sont faibles, mais qu'elles restent solides dans la santé, les services financiers et la production manufacturière. Au niveau régional, le secteur est dopé par la croissance de l'emploi lié aux technologies de l'information aux États-Unis, qui a repris après un creux en 2014 et constitue un indicateur fiable des dépenses technologiques dans le pays. 2,2 % du PIB américain sont habituellement consacrés aux technologies de l'information, mais la part des dépenses de matériel diminue.

Nos analystes identifient également une exposition relativement élevée à la volatilité des devises (qui reflète le caractère mondial du secteur) selon eux favorable aux entreprises européennes. La baisse du pétrole devrait entraîner des effets positifs de second ordre sur les dépenses des secteurs exposés à la demande de consommation et de détail ainsi que ceux qui affichent une sensibilité élevée aux coûts de production du pétrole (par ex. : les compagnies aériennes). Les perspectives d'évolution de la masse salariale dans les technologies de l'information sont particulièrement positives par rapport aux autres secteurs, étant donné que presque 70 % des analystes estiment qu'au moins la moitié des entreprises qu'ils suivent vont augmenter leurs effectifs. En conséquence, tous les analystes anticipent une hausse modérée à forte de l'inflation des coûts salariaux, qui restera toutefois gérable car les bilans continuent de s'améliorer ; en effet les taux d'endettement sont bas, les taux de défaut stables ou en baisse et seule une petite proportion des entreprises devra lever des capitaux.

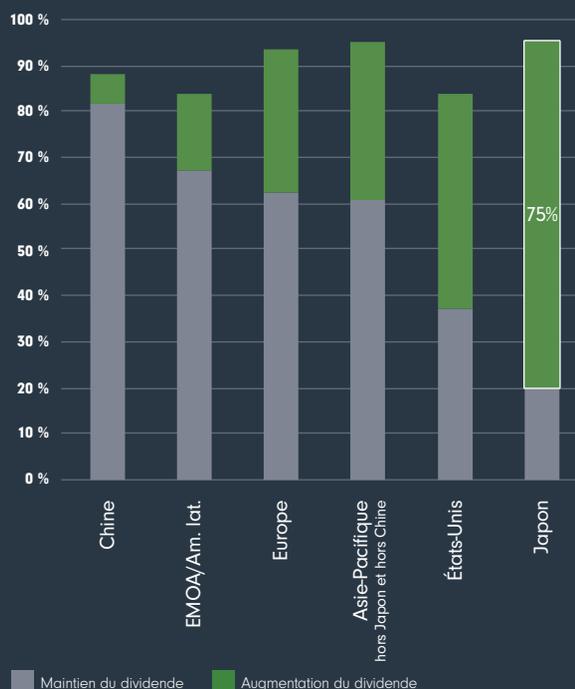




### **3. RENDEMENT : PROLONGEMENT DES CONDITIONS DE FINANCEMENT À BAS COÛT, PERSPECTIVES POSITIVES POUR LES DIVIDENDES**

L'argent bon marché restera d'actualité, au moins un peu plus longtemps qu'anticipé l'année dernière, ce qui forcera les investisseurs à prendre plus de risques. Cela se ressent nettement dans les résultats de notre enquête ; en effet, les coûts de financement et les taux de défaut devraient rester stables selon nos analystes, permettant ainsi aux entreprises (notamment européennes) dotées de bilans solides de s'accommoder des perturbations éventuelles.

Les analystes prévoient d'importantes distributions de dividendes, notamment au Japon



Source : Fidelity Worldwide Investment, enquête auprès des analystes 2015

Global Aggregation Report : les rendements du dividende devraient s'accroître dans l'ensemble des régions et des secteurs

Régions	2014	2015	2016
États-Unis	1,8 %	2,0 %	2,3 %
Europe	3,1 %	3,2 %	3,6 %
AP hors Japon	3,0 %	3,0 %	3,2 %
Japon	1,8 %	1,9 %	2,0 %
EMOA/AMLAT	3,7 %	3,8 %	3,9 %
<b>Total</b>	<b>2,5 %</b>	<b>2,6 %</b>	<b>2,9 %</b>

Secteurs	2014	2015	2016
Biens de conso. cyclique	1,9 %	2,1 %	2,3 %
Biens conso. non-cyclique	2,6 %	2,7 %	2,9 %
Énergie	3,7 %	3,6 %	3,8 %
Services financiers	3,0 %	3,2 %	3,7 %
Santé	1,8 %	1,9 %	2,1 %
Industries	2,2 %	2,4 %	2,6 %
Technologie de l'information	1,4 %	1,5 %	1,6 %
Matériaux	2,6 %	2,8 %	3,0 %
Télécommunications	3,8 %	3,7 %	3,9 %
Services collectifs	3,9 %	3,9 %	4,1 %
<b>Total</b>	<b>2,5 %</b>	<b>2,6 %</b>	<b>2,9 %</b>

Source : Fidelity Worldwide Investment, Global Aggregation Report, 21 février 2015

## FAIBLES POUR LONGTEMPS



Les taux faibles dopent également l'activité de fusions-acquisitions car les sociétés cherchent à allouer leurs liquidités de manière plus rentable, et cette tendance devrait se poursuivre dans l'ensemble des régions et des secteurs.

L'une des conclusions les plus notables de notre enquête est la quasi-unanimité observée quant aux anticipations de politiques de dividendes : moins de 10 % de nos analystes s'attendent à une baisse ou une suppression des dividendes, dans la mesure où les sociétés tentent d'éviter d'envoyer des signaux négatifs de ce type. 75 % des analystes s'attendent à une augmentation des dividendes des sociétés au Japon, tandis que presque 50 % prévoient une tendance similaire aux États-Unis, et un tiers en Europe. Sur le plan sectoriel, le nombre d'analystes tablant sur une hausse des dividendes est plus important dans la santé, la consommation de base et les services collectifs. En réalité, le seul secteur qui devrait connaître une baisse substantielle des distributions est l'énergie, où les marges opérationnelles et les bénéfices subissent une pression significative.

Cela dit, on constate également des divergences croissantes sur le plan du rendement. En Chine et dans les pays émergents non asiatiques, au moins la moitié de nos analystes prévoit une hausse des taux de défaut et, dans l'ensemble, presque tous les sondés tablent sur une tendance similaire dans l'énergie et les matériaux. En outre, quasiment tous les analystes s'accordent à dire que les coûts de financement vont augmenter pour les sociétés énergétiques en raison de l'élargissement des spreads, alors que les résultats sont mis sous pression dans un contexte de marché difficile. Cela est important car par rapport aux autres secteurs, un nombre relativement élevé de sociétés énergétiques va devoir lever des capitaux cette année.

**« LA THÉMATIQUE DE LA DIVERGENCE RESSORT ÉGALEMENT DANS LA SPHÈRE OBLIGATAIRE. LA CHINE SE DÉMARQUE PARTICULIÈREMENT, PUISQUE NOS ANALYSTES PRÉVOIENT UN ACCROISSEMENT DES PRESSIONS SUR LA QUALITÉ DES ACTIFS DANS LES SECTEURS BANCAIRE, DES MÉTAUX ET DES MINES ET DE L'IMMOBILIER, QUI SE TRADUIRA PAR DES OPÉRATIONS DE CRÉDIT, DES RESTRUCTURATIONS DE DETTE ET, DANS CERTAINS CAS, PAR DES DÉFAILLANCES TOTALES. CERTAINES INSTITUTIONS FINANCIÈRES DE TAILLE RÉDUITES POURRAIENT SE RETROUVER EN DIFFICULTÉ, MAIS LE RISQUE DE CONTAGION DEVRAIT ÊTRE LIMITÉ ÉTANT DONNÉ QUE LE GOUVERNEMENT CHINOIS CONTRÔLE LES GRANDS PRÊTEURS ET EMPRUNTEURS. ALORS QUE L'ÉCONOMIE CHINOISE POURSUIT SA TRANSITION ET RALENTIT, DES GAGNANTS ET DES PERDANTS VONT ÉMERGER, CE QUI CRÉERA D'AVANTAGE D'OPPORTUNITÉS DE SÉLECTION POUR LES INVESTISSEURS. »**

Olivier Szwarcberg, Directeur de la gestion obligataire Asie-Pacifique



Aux États-Unis, 36 % des analystes prévoient un accroissement des coûts de financement, qui devrait se traduire en proportion égale par un recours grandissant aux émissions d'obligations, d'actions et au financement bancaire. Sur les marchés émergents (en Asie et ailleurs), la plupart des analystes pensent plutôt que c'est le recours au financement bancaire qui prédominera. En Europe toutefois, le peu d'analystes tablant sur une augmentation des coûts de financement estiment que ces derniers seront couverts par une hausse des émissions obligataires.

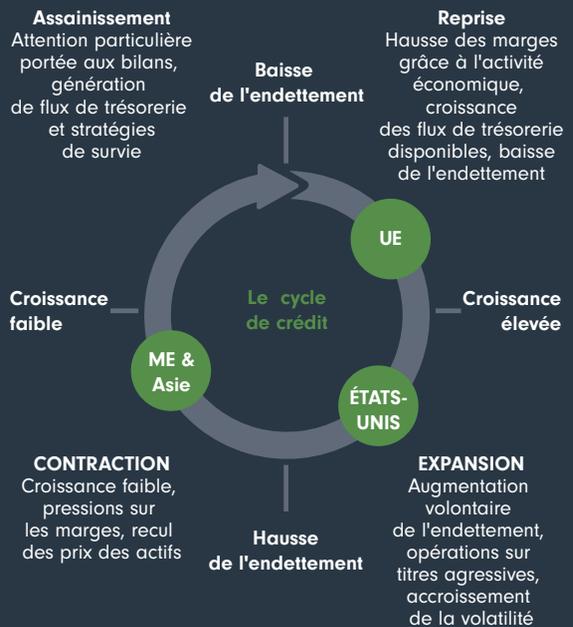
Bien que le cycle de crédit arrive clairement à maturité, nos analystes ne semblent pas s'inquiéter à outre mesure en dehors du fait qu'il faille de plus en plus adopter une approche sélective du crédit fondée sur la recherche. Seulement un quart d'entre eux juge que les bilans des sociétés sont tendus et une proportion similaire identifie une dégradation ; à l'inverse, plus de la moitié des analystes voit une amélioration (parfois considérable) des bilans et estime les entreprises prudentes voire très prudentes à cet égard. Certains signes tendent toutefois à montrer que la forte hausse des émissions d'obligations d'entreprise high yield dans les marchés émergents pourrait affecter les perspectives du secteur privé, étant donné que 40 % des analystes locaux pensent que les bilans sont désormais modérément tendus.

## La hausse des coûts de financement pénalise les secteurs des matériaux et de l'énergie

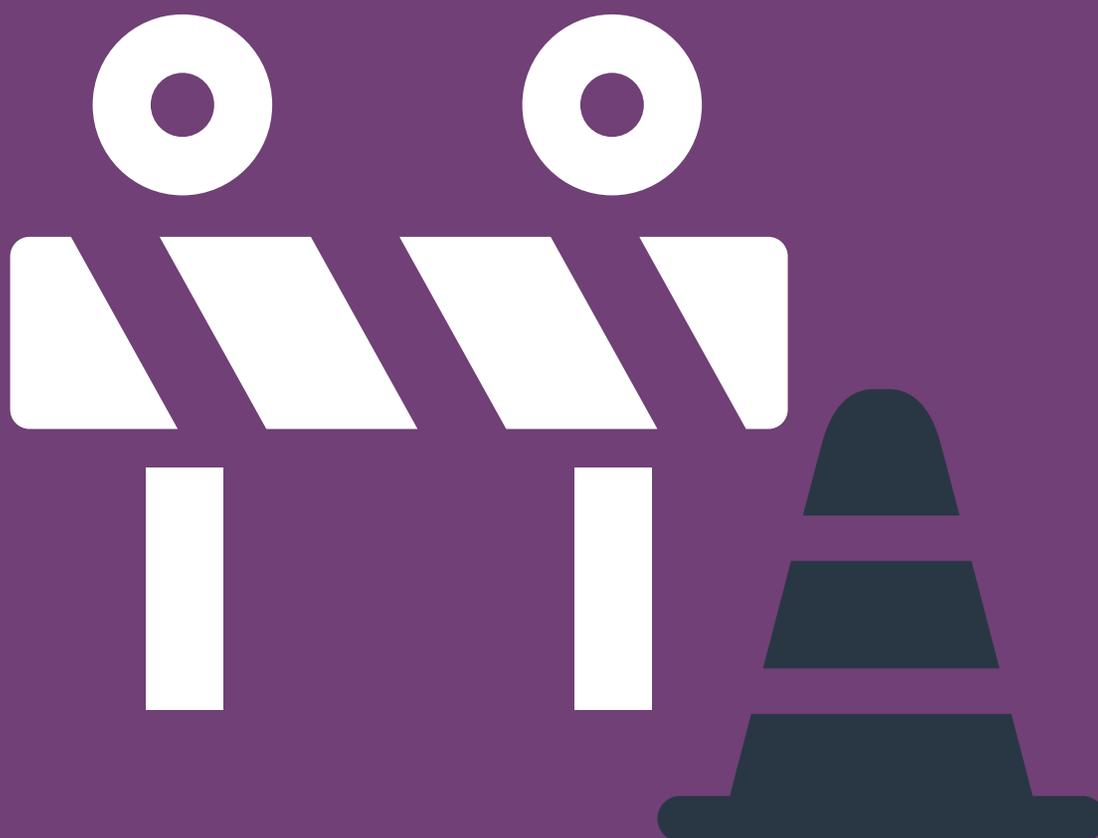


Source : Fidelity Worldwide Investment, enquête auprès des analystes 2015

## Les régions se situent à des stades différents du cycle de crédit



Source : Fidelity Worldwide Investment, février 2015



## 4. QUELS SONT LES RISQUES ?

Nous avons demandé à nos analystes d'exposer les principaux facteurs de risque qu'ils identifient pour les secteurs et les régions qu'ils couvrent. Étant donné que nous couvrons la quasi-totalité de l'univers d'investissement, les réponses sont naturellement variées. Toutefois, la préoccupation majeure semble se concentrer sur les perspectives de croissance mondiale et de demande finale, et notamment l'éventualité que le cycle de l'activité ne prenne la mauvaise direction, engendrant ainsi des surcapacités.



Nos analystes citent plusieurs enjeux qui pourraient affaiblir la croissance économique et peser sur la demande, parmi lesquels les conditions de liquidités mondiales, le succès du programme de QE en Europe et le risque de sortie de la Grèce de l'UE, ainsi que le calendrier et l'ampleur du relèvement des taux d'intérêt américains (qui présente un risque pour certains pays émergents dotés d'une balance des paiements fragile). Le risque d'un atterrissage brutal en Chine revient également souvent. Par exemple, les spreads dans le secteur des métaux et des mines tiennent compte de cette éventualité, jugée cependant peu probable. Les valeurs de la consommation pourraient pâtir d'une dégradation de la confiance des ménages si les tendances de l'emploi s'essoufflent ou que les prix de l'immobilier reculent.

Les risques politiques figurent également en bonne place, tandis qu'une nouvelle baisse des prix du baril pourrait affecter les pays et régions de production ainsi que les sociétés d'exploration. Les analystes redoutent en outre une baisse des marges (qui pèserait sur la croissance des chiffres d'affaires), surtout si les prix des matières premières reculent à nouveau, car les pressions concurrentielles restent fortes dans la plupart des secteurs. L'intensification des pressions déflationnistes et de la volatilité des devises, les technologies ou les business models de rupture, le ralentissement de la croissance des dépenses d'investissement, l'éventualité d'une stagnation du rythme de réforme en Chine, en Inde et ailleurs, ainsi que le durcissement de la réglementation sont autant d'autres facteurs que nos analystes vont également surveiller de près.



## 5. Y A-T-IL VRAIMENT UNE SAGESSE DES FOULES ?

### LES PRÉVISIONS DE L'ANNÉE DERNIÈRE SE SONT VÉRIFIÉES

Pourquoi réaliser cette enquête ? Nous nous démarquons en tant que société de gestion car nous avons nos propres équipes de recherche interne et investissons massivement dans notre système d'analyse propriétaire. Cela nous permet certes principalement d'identifier des sociétés sous- ou surévaluées, mais une fois combinées (comme c'est le cas avec cette enquête), les opinions de nos analystes peuvent également donner un aperçu précieux de la situation des marchés.

Les résultats de l'édition 2014 en apportent la preuve. En effet, nous avons alors prévu, avec raison, un renforcement de la confiance des dirigeants et une augmentation des mesures en faveur des actionnaires ; nous avons également privilégié les marchés développés au détriment de leurs homologues émergents ainsi que les secteurs de l'économie de la propriété intellectuelle (comme la technologie ou les laboratoires pharmaceutiques) par rapport à l'économie physique (énergie et matériaux par exemple), et avons en outre identifié les États-Unis comme la région la plus dynamique.

### LA PREUVE DE LA VALEUR AJOUTÉE DE NOS ANALYSTES

Chez Fidelity Worldwide Investment, nous employons un style de gestion active basé sur l'analyse bottom-up approfondie et détaillée réalisée par nos 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 présents sur les principaux centres financiers soit 12 pays à travers le monde. Nos analystes actions, crédit et quantitatifs disposent d'une expérience moyenne d'environ 10 ans.

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. 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.

Nos analystes entrent également en contact avec les clients, les concurrents et les fournisseurs des différentes entreprises, et ont régulièrement recours à des spécialistes comme des professionnels de la santé, des ingénieurs ou des experts techniques pour réaliser des recherches spécifiques. Cela leur permet de se forger de fortes convictions développées à partir d'une compréhension profonde des dynamiques d'un secteur.

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 de ces 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.

**« LA LARGEUR ET LA PROFONDEUR DE NOS RESSOURCES EN TERMES DE RECHERCHE NOUS PERMETTENT DE MIEUX RELIER LES INFORMATIONS ET D'IDENTIFIER DES OPPORTUNITÉS QUE D'AUTRES POURRAIENT NÉGLIGER. »**

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 importante 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.

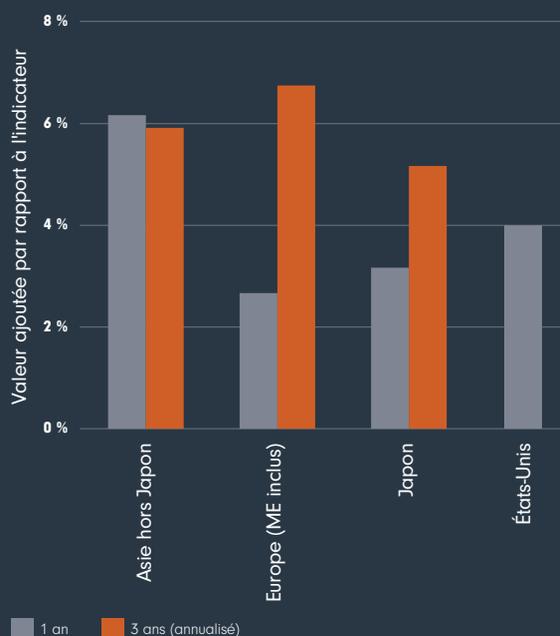
L'ensemble des données collectées est intégré dans un système propriétaire afin d'identifier des tendances, des anomalies et des points d'inflexion qui vont ouvrir le débat et encourager l'expression d'idées divergentes au sein de l'équipe d'investissement, qui pourront ensuite être exploitées dans la gestion des fonds. Notre Global Aggregation Research Report couvre environ 2 600 sociétés à l'échelle mondiale, qui représentent à peu près 95 % de la capitalisation des principaux indices boursiers, et se focalise sur 19 éléments clés dont les principaux ratios de valorisations, 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 nous fournit ainsi des perspectives quasiment uniques pour chaque région et secteur.

Nous ne sommes pas surpris de constater que le positionnement de nos gérants est très cohérent avec les recommandations des analystes. La valeur ajoutée de nos analystes est également quantifiable, étant donné que nos recommandations de recherche permettent systématiquement à nos fonds de surperformer leurs indicateurs de comparaison dans chaque grande région depuis quelques années.

**« NOS ANALYSTES SONT À L'ÉCOUTE DE CE QUI SE PASSE SUR LE TERRAIN. LORS DE LEURS ENTRETIENS AVEC LES DIRIGEANTS D'ENTREPRISES, ILS ONT CONNAISSANCE DE CERTAINES TENDANCES BIEN AVANT QUE CELLES-CI NE SOIENT REFLÉTÉES DANS LES CHIFFRES OFFICIELS. GRÂCE À CES PERSPECTIVES PRÉCIEUSES, NOUS RÉALISONS NOTRE ANALYSE DE L'ENTREPRISE ET DE SON SECTEUR DANS L'OPTIQUE DE SURPERFORMER LE MARCHÉ. »**

Henk-Jan Rikkerink, Directeur de la Recherche Europe, US, EMOA et Amérique Latine

### Valeur ajoutée relative des recommandations des analystes



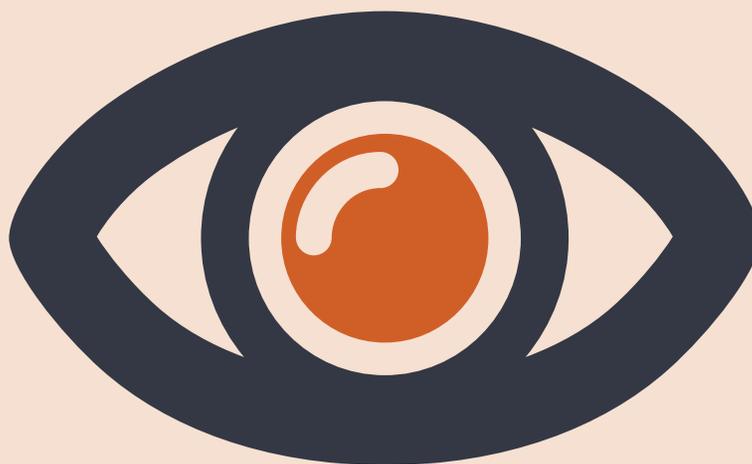
Source : Fidelity Worldwide Investment. 31 décembre 2014. Équipondération. Aucune donnée sur 3 ans n'est disponible pour les États-Unis

### Les notations des analystes high yield, un bon indicateur de performance future



Source : Fidelity Worldwide Investment. Mars 2015. Les données de performance correspondent à la performance cumulative du High Yield par rapport au secteur ajustée du DTS

**« CHEZ FIDELITY, NOUS ENCOURAGEONS ET VALORISONS LA DIVERSITÉ D'OPINIONS. NOS ANALYSTES SONT DANS UNE POSITION UNIQUE POUR OBTENIR UN APERÇU DES SOCIÉTÉS LES PLUS IMPORTANTES AU MONDE, NOTAMMENT SUR LEURS PERSPECTIVES, LEURS TENDANCES ACTUELLES ET LEURS PROJETS D'INVESTISSEMENT ET DE DÉVELOPPEMENT. »**



Cette valeur ajoutée repose largement sur la qualité et les compétences de nos analystes. Ceux-ci doivent adopter une réflexion solide et indépendante, se montrer engagés à déceler des opportunités d'investissement nouvelles, et travailler en collaboration avec nos gérants de portefeuille pour recommander l'achat ou la vente d'actions au bon moment et au bon prix. Les analystes peuvent émettre leurs propres recommandations sur les titres en interne, mais aucune « vision maison », ni aucune liste d'« achat » et de « vente » ne sont imposées à nos gérants ; ils disposent ainsi d'une grande flexibilité dans la gestion de leurs portefeuilles, selon leur propre style d'investissement. Un tableau récapitulatif du positionnement actuel de nos analystes est inclus en annexe.

Nous nous efforçons également d'avoir une compréhension approfondie des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) applicables à nos positions et à identifier les enjeux avant qu'ils ne deviennent trop importants et mettent éventuellement en péril la valeur de nos investissements. Nous favorisons l'intégration des critères ESG dans notre processus de décision d'investissement, notamment lorsque ceux-ci ont un impact important ou peuvent affecter la valeur à long terme de l'investissement.

# APPENDIX 1: RÉSULTATS COMPLETS



1. **Êtes-vous analyste actions ou obligations ?**  
Actions (122)  
Obligations (37)
2. **Êtes-vous basé en Europe ou en Asie ?**  
Europe (84)  
Asie (75)
3. **Quelle région couvrez-vous ?**  
Europe (42)  
États-Unis (30)  
Chine (17)  
Asie-Pacifique hors Japon et Chine (38)  
Japon (20)  
EMOA/Amérique latine (12)
4. **A quel secteur appartiennent les sociétés que vous suivez ?**  
Énergie (13)  
Matériaux (16)  
Industrie (25)  
Biens de conso. cyclique (19)  
Biens de conso. non-cyclique (13)  
Santé (10)  
Services financiers (30)  
Technologie de l'information (16)  
Télécommunications (7)  
Services collectifs (10)
5. **Quel est le degré de confiance des équipes dirigeantes de votre secteur pour investir dans leur activité par rapport à l'année dernière ?**  
Beaucoup plus confiantes (2)  
Plus confiantes (46)  
Aucun changement (60)  
Moins confiantes (36)  
Beaucoup moins confiantes (15)
6. **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 ?**  
Nette diminution (19)  
Légère diminution (43)  
Aucun changement (53)  
Légère hausse (43)  
Nette hausse (1)
7. **Donnez une répartition en pourcentage entre les dépenses d'investissement de croissance (question 7) et de maintenance (question 8) pour les 12 prochains mois.**  
Croissance : (réponse moyenne 43 %)  
Maintenance : (réponse moyenne 57%)
8. **Comment cette répartition des dépenses d'investissement a-t-elle évolué par rapport aux 12 mois précédents ?**  
Davantage axée sur la croissance (27)  
Davantage axée sur la maintenance (60)  
Aucun changement (72)
9. **Comment les besoins en fonds de roulement devraient-ils évoluer pour les sociétés que vous suivez dans les 12 prochains mois ?**  
Hausse (37)  
Aucun changement (94)  
Baisse (28)
10. **Quelle devrait être la politique des entreprises que vous suivez en matière de dividende au cours des 12 prochains mois ?**  
Augmentation du dividende (58)  
Maintien du dividende (86)  
Baisse du dividende (10)  
Aucun versement (5)
11. **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 ?**  
Aucun changement (3)  
Dans une certaine mesure (97)  
Dans une large mesure (29)  
Haute priorité stratégique (10)
12. **Quel type d'opérations de fusion-acquisition devrait prédominer ?**  
Fusions-acquisitions stratégiques d'envergure (33)  
Acquisitions organiques (73)  
Fusions-acquisitions pour raison fiscale (0)  
Opérations visant à intégrer de nouveaux marchés (20)  
Opérations visant à vendre de nouveaux produits (10)
13. **A quelle étape votre secteur se trouve-t-il dans son cycle ?**  
Reprise (28)  
Expansion (46)  
Ralentissement (37)  
Récession (23)  
Stabilité (par ex. : Télécommunications/ Services collectifs) (25)
14. **Quelles sont les perspectives globales de rentabilité dans votre secteur pour les 12 prochains mois par rapport aux 12 mois écoulés ?**  
Amélioration de la rentabilité (53)  
Dégradation de la rentabilité (54)  
Maintien de la rentabilité (52)
15. **Quelle est la cause principale des bénéfiques en hausse ?**  
Accélération de la croissance de la demande finale (18)  
Pouvoir de fixation des prix (6)  
Réduction des coûts (22)  
Consolidation sectorielle/acteurs sortant du marché/recul de la concurrence (2)  
Changements réglementaires positifs (3)  
Nouvelles technologies/nouveaux produits (2)
16. **Quelle est la cause principale des bénéfiques en baisse ?**  
Essoufflement de la croissance de la demande finale (27)  
Manque de pouvoir de fixation des prix (15)  
Hausse des coûts (3)  
Nouveaux entrants/accroissement de la concurrence (5)  
Changements réglementaires (1)  
Technologies/produits de rupture (1)
17. **Dans quelle mesure les entreprises que vous suivez sont-elles exposées à la volatilité des devises ?**  
Exposition faible (63)  
Exposition moyenne (56)  
Exposition importante (34)  
Exposition critique (6)
18. **Sur une échelle de 1 à 5, où situez-vous votre secteur aujourd'hui par rapport à votre estimation de juste valeur ?**  
Comparé aux autres secteurs  
1 - sous-évalué (6)  
2 - (34)  
3 - juste valeur (33)  
4 - (23)  
5 - onéreux (5)  
Historiquement  
1 - sous-évalué (7)  
2 - (26)  
3 - juste valeur (24)  
4 - (31)  
5 - onéreux (13)
19. **Quels seront selon les dirigeants de votre secteur les principaux moteurs de croissance des bénéfiques pour leurs entreprises ?**  
Croissance du marché/de la demande finale (68)  
Augmentation de la part de marché (23)  
Réduction des coûts/gains d'efficacité (42)  
Nouveaux marchés/nouveaux produits (26)

- 20. 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 ?**  
Pas un problème car aucune hausse n'est attendue (86)  
Pas un problème car les hausses seront compensées par le pouvoir de fixation des prix (47)  
Sera un problème car hausse attendue et pas de pouvoir de fixation des prix (26)
- 21. Quel impact les prix de l'énergie auront-ils sur les marges bénéficiaires des entreprises que vous suivez dans les trois prochaines années ?**  
Impact négatif majeur (14)  
Impact négatif modeste (26)  
Aucun impact (41)  
Impact positif (71)  
Impact positif majeur (7)
- 22. Quelles sont les perspectives de hausse des coûts salariaux dans votre secteur pour les 12 prochains mois, par rapport aux 12 mois écoulés ?**  
Nette hausse (3)  
Légère hausse (91)  
Aucun changement (43)  
Baisse (16)  
Nette baisse (6)
- 23. Les entreprises que vous suivez envisagent-elles plutôt une augmentation ou une réduction des dépenses marketing sur les 12 prochains mois ?**  
Nette diminution (0)  
Légère diminution (14)  
Aucun changement (121)  
Légère hausse (23)  
Nette hausse (1)
- 24. Les entreprises que vous suivez envisagent-elles plutôt une augmentation ou une réduction des dépenses IT sur les 12 prochains mois ?**  
Nette diminution (0)  
Légère diminution (12)  
Aucun changement (108)  
Légère hausse (35)  
Nette hausse (4)
- 25. Quel est en moyenne le degré de solidité des bilans des entreprises que vous suivez par rapport à 2012 ?**  
Largement plus fragile (7)  
Plus fragile (39)  
Aucun changement (27)  
Plus solide (59)  
Largement plus solide (27)
- 26. Comment décririez-vous l'efficacité globale des bilans des entreprises de votre secteur ?**  
Gestion très prudente (17)  
Gestion légèrement prudente (55)  
Satisfaisante (48)  
Gestion légèrement précaire (31)  
Gestion trop précaire (8)
- 27. Quel choix les sociétés devraient-elles faire pour approvisionner leur bilan cette année par rapport à l'année dernière ?**  
Moins de refinancement (20)  
Stable - aucun changement (116)  
Plus de refinancement (23)
- 28. Compte tenu des divergences dans les anticipations des taux de base, comment les coûts de financement devraient-ils évoluer dans les 12 prochains pour les sociétés que vous suivez en fonction de la qualité du crédit ?**  
Hausse (40)  
Aucun changement (79)  
Baisse (40)
- 29. Si une hausse est prévue, quelle solution les sociétés que vous suivez devraient-elles adopter ?**  
Recours au financement bancaire traditionnel à des taux plus élevés (18)  
Recours accru aux émissions obligataires (13)  
Recours accru aux émissions d'actions (9)
- 30. Quelle sera selon-vous l'évolution du taux de défaut dans votre secteur par rapport à l'année dernière ?**  
Baisse (24)  
Aucun changement (90)  
Légère hausse (37)  
Forte hausse (8)
- 31. Quel pourcentage des sociétés que vous suivez devra lever des capitaux dans les 12 prochains mois, par le biais des marchés actions ou obligataires ?**  
Aucun (26)  
0-25 % (78)  
25-50% (31)  
Plus de 50 % (24)
- 32. Parmi les sociétés que vous suivez, combien comptent augmenter leur masse salariale au cours des 12 prochains mois ?**  
0-20% (97)  
20-40% (16)  
40-60% (21)  
60-80% (14)  
80-100% (11)
- 33. Quel impact aura la réglementation sur votre secteur dans les deux prochaines années ?**  
Impact majeur (61)  
Impact modeste (50)  
Impact faible (39)  
Aucun impact (9)
- 34. En cas d'impact, est-il déjà intégré dans les valorisations ?**  
Totalement reflété (49)  
Partiellement reflété (86)  
Peu reflété (15)
- 35. En matière de gouvernance, quel aspect fait l'objet du contrôle le plus strict dans les entreprises que vous suivez ?**  
Transparence financière et comptabilité (75)  
Rémunération des cadres (23)  
Durabilité et investissement socialement responsable (20)  
Enjeux environnementaux/éthiques (30)  
Organismes caritatifs et partis politiques (0)  
Fraude (11)
- 36. Quel impact le vieillissement de la population devrait-il avoir sur les entreprises que vous suivez dans les 10 prochaines années ?**  
Impact négatif majeur (9)  
Impact négatif modeste (46)  
Aucun impact (56)  
Impact positif (34)  
Impact positif majeur (14)
- 37. Quel est le plus gros facteur de risque pour les fondamentaux de votre secteur ?**  
Mots clés : prix, pétrole, Chine, demande, croissance, ralentissement, concurrence, réglementation, taux d'intérêt
- 38. Quel serait l'impact probable d'une rupture technologique dans votre secteur ?**  
Aucun impact - pas de rupture possible (34)  
Impact faible - la rupture est lente et graduelle (67)  
Impact modéré - la rupture est modeste (34)  
Impact élevé - la rupture est importante et rapide (24)

# APPENDIX 2: POSITIONNEMENT ACTUEL DES ANALYSTES

## Cartographie des recommandations

### Maximum

Les niveaux en vert signifient que le secteur est surpondéré du point de vue des notations des analystes et qu'il devrait surperformer.



		États-Unis	Europe	AP hors Japon	Japon	EMOA/ Am. lat.	Monde
	<b>Moyenne régionale</b>						
<b>Biens de conso. cyclique</b>	Distribution						
	Automobiles et pièces détachées						
	Médias						
	Biens de conso. durable et vêtements					N/D	
	Services aux consommateurs						
<b>Biens de conso. non-cyclique</b>	Alimentation, boissons et tabac						
	Distribution alimentaire et produits de conso. de base						
	Produits ménagers et de soin personnel						
<b>Énergie</b>	Énergie						
<b>Services financiers</b>	Banques						
	Assurance						
	Finance diversifiée						
	Immobilier					N/D	
<b>Santé</b>	Pharmacie, biotechnologies						
	Équipement et services médicaux						
<b>Industrie</b>	Biens d'équipement						
	Transports						
	Services commerciaux et professionnels						
<b>Technologies de l'information</b>	Logiciels et services informatiques						
	Matériel et équipement informatique					N/D	
	Semi-conducteurs et équipements connexes					N/D	
<b>Matériaux</b>	Chimie						
	Métaux et mines						
	Autres matériaux						
<b>Services de télécommunications</b>	Services de télécommunications						
<b>Utilities</b>	Services collectifs						

Source : Fidelity Worldwide Investment Recherche Actions. Notations au 31/01/2015.

# À PROPOS DE FIDELITY

Fidelity Worldwide Investment est une société de gestion d'actifs offrant des services aux investisseurs dans 25 pays des régions Asie-Pacifique, Europe et Amérique latine. Avec 275 milliards de dollars d'actifs sous gestion et près de 7 000 collaborateurs, nous sommes l'un des premiers fournisseurs mondiaux de stratégies d'investissement dans toutes les classes d'actifs et de solutions de retraite. Nous nous consacrons uniquement à l'investissement et nous attachons à faire en sorte que nos clients atteignent leurs objectifs financiers grâce à des solutions de qualité et un service irréprochable.

Créé en 1969, Fidelity Worldwide Investment est la branche d'investissement internationale de Fidelity Investments, fondé à Boston en 1946. Devenus indépendants de l'entreprise américaine en 1980, nous sommes aujourd'hui détenus majoritairement par l'équipe dirigeante et les membres de la famille fondatrice.

#### **Fidelity Research Institute**

Le Fidelity Research Institute travaille en étroite collaboration avec les équipes d'investissement et de distribution du groupe, afin de donner accès à une série d'éclairages destinés à éveiller les réflexions de nos clients et les accompagner dans leurs investissements. En exploitant l'expertise de notre recherche propriétaire et la vision bottom-up de notre entreprise, nous souhaitons faire bénéficier nos clients de points de vue pertinents et délivrés au bon moment concernant les marchés, les secteurs et les thèmes structurels de croissance.









Cette information n'est pas destinée et ne peut être utilisée par des résidents au Royaume-Uni ou aux Etats-Unis; elle s'adresse uniquement aux personnes qui sont domiciliées dans un pays ou territoire où la distribution des compartiments mentionnés est autorisée, ou dans lesquels cette autorisation n'est pas exigée. Ce document à caractère promotionnel est destiné aux professionnels et lui est remis 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 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, 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.

Les performances passées ne préjugent pas des rendements futurs. Les actions ne sont pas garanties et peuvent donc perdre de la valeur, notamment en raison des fluctuations des marchés. 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 Worldwide Investment. Les chiffres mentionnés (actifs et ressources) se rapportent à FIL Limited, au [date]. Chiffres non audités. Fidelity, Fidelity Worldwide Investment, le logo Fidelity Worldwide Investment ainsi que le symbole F sont des marques déposées de FIL Limited. La marque, les droits de reproduction et les autres droits liés à la propriété intellectuelle sont et demeurent exclusivement détenus par leurs propriétaires respectifs.

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. PM1887