

ESTATE 2016

PROSPETTIVE
SETTORIALI
GLOBALI



JANUS CAPITAL[®]
Group

Rapporto sulle prospettive settoriali globali

Prospettive settore per settore delineate dal Team Azionario di Janus

Da quarant'anni la ricerca fondamentale bottom-up è al centro del processo d'investimento di Janus. Il nostro team di analisti copre circa 1.500 azioni di tutto il mondo. Ciascuno adotta un approccio fai-da-te, senza vincoli, alla ricerca. Siamo convinti che questo ci contraddistingua dalla concorrenza e permetta di realizzare risultati per i nostri clienti e per gli investitori che si rivolgono a loro.

Ogni trimestre, i nostri sette team azionari globali condividono le loro previsioni bottom-up sui temi principali riguardanti i mercati azionari e si confrontano su come questi temi incideranno sui loro settori e sulle aree di competenza.

INDICE

> Comunicazioni	4
> Beni di consumo	6
> Energia + Servizi pubblici	8
> Finanziari	10
> Sanità	12
> Industriali + Materiali	14
> Tecnologia	16

I pareri espressi dagli autori sono datati a giugno 2016 e possono variare in qualsiasi momento in funzione di cambiamenti delle condizioni economiche o dei mercati. I commenti non devono essere considerati come raccomandazioni di singoli titoli o settori, quanto piuttosto come una illustrazione di temi più generali.

L'estate del nostro scontento

Ancora una volta, l'estate arriva accompagnata dalla volatilità in Europa. Dopo 43 anni, il matrimonio tra la Gran Bretagna e i suoi vicini continentali volge verso pratiche di divorzio lunghe e complesse, con una notevole posta in gioco.

Il giorno in cui sono stati annunciati i risultati della Brexit, le azioni globali hanno perso un valore record di USD 2.100 miliardi, per poi recuperare negli ultimi giorni del mese. Il crollo e il successivo rimbalzo sono i probabili precursori di un'estate all'insegna della volatilità per le azioni e molte altre classi di attivi. Al di là dell'incertezza in Gran Bretagna e nel continente, con l'indebolimento delle valute e delle borse, la Brexit ha ripercussioni anche per la Cina ed il Giappone, oltre che per le società statunitensi sensibili al rafforzamento del dollaro. Prevediamo uno scenario in cui i portafogli meno esposti alla volatilità e con un beta inferiore dovrebbero essere in grado di resistere in termini relativi. Nel corso dell'ultimo anno, le azioni più volatili hanno generato contributi straordinariamente deludenti per gli investitori attivi.

La Brexit è un altro segnale che la diffusione del populismo nell'elettorato, il quale ha risentito della crisi finanziaria globale e ritiene di non aver partecipato appieno alla ripresa. Il modesto miglioramento delle economie ed i bilanci pubblici più solidi sono un magro conforto per le molte persone che, con difficoltà, cercano di tornare al tenore di vita pre-crisi.

In questo scenario, caratterizzato anche dalla crisi migratoria e dallo spettro del terrorismo - due elementi erroneamente collegati - è possibile che ulteriori turbolenze politiche producano tensioni sui mercati. È più facile lasciare l'Unione Europea che lasciare l'euro, ma il successo dei partiti populistici in Europa suggerisce che potremmo assistere a inviti ad abbandonare entrambi nei prossimi mesi. Il prossimo anno vedrà susseguirsi diversi importanti appuntamenti elettorali in Europa.

Basta fare un passo indietro rispetto alla situazione politica, e il quadro migliora. La fiducia dei consumatori e l'attività stanno generalmente resistendo. Le imprese vantano nuovamente bilanci abbondanti. Le società stanno utilizzando la loro liquidità per acquistare azioni o pagare dividendi e, cautamente, si dedicano ad acquisizioni ed espansioni. Numerosi problemi che affliggevano i mercati all'inizio dell'anno sono ora meno assillanti. Il petrolio è in ripresa e la Cina sembra essere avviata su un trend meno incerto. La politica della Fed resta comunque difficile da prevedere, ma dovrebbe continuare a dipendere dai dati. Un incremento dei tassi rappresenterebbe un netto segnale di forza dell'economia e sarebbe quindi positivo per i mercati azionari.

Per gli investitori attivi l'invito è di mantenere la posizione in questo periodo di volatilità. Non crediamo sia il momento adatto per cercare di puntare ai titoli difensivi o per aumentare il portafoglio al punto di diventare la brutta replica di un indice. È troppo difficile prevedere quando i mercati si calmeranno e quando i fondamentali prenderanno il sopravvento. Gli ultimi anni hanno favorito l'investimento passivo. Un mercato difensivo può penalizzare gli investitori attivi, soprattutto quelli orientati alla crescita o quelli che hanno investito in società più piccole della media. Quando i mercati si placcheranno, l'investimento attivo potrà recuperare.

Alcuni settori possono resistere meglio di altri; nelle prossime pagine riportiamo quindi le nostre previsioni settoriali. Le prospettive per i tecnologici e la sanità non sono cambiate molto dopo il voto sulla Brexit. Lo spostamento sul cloud e la sfida che comporta alle legacy tecnologiche proseguono e forniscono interessanti opportunità d'investimento. L'innovazione nel campo della medicina ed i cambiamenti demografici che abbiamo descritto spesso in precedenza continuano. Entrambi i settori sono meno costosi a seguito delle tensioni, ma non meno interessanti. Per altri settori, il futuro sarà più difficile. I finanziari, che hanno perso molto terreno dopo la Brexit, devono fare i conti con condizioni economiche, incertezze delle imprese in materia di prestiti, tassi d'interesse negativi e riduzione dei margini. Le banche britanniche poi devono operare in un quadro regolamentare incerto. Gli industriali potrebbero essere frenati dalla forza del dollaro USA e dalla debolezza dei mercati globali.

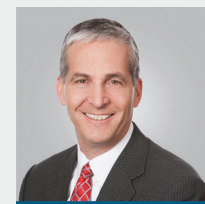
La strada della crisi sembra un po' troppo battuta negli ultimi tempi. Resta ancora da vedere se la Brexit sarà come Cipro - un evento clamoroso con poche conseguenze nel lungo termine - oppure come Lehman - che ha innescato il panico a livello globale con strascichi che proseguono ancora oggi. Propendiamo più per la prima ipotesi, ma questo non significa che l'estate non sarà difficile per le azioni. Una strategia azionaria attiva potrebbe incorrere in maggiori difficoltà nel breve termine perché tradizionalmente meno esposta alle large cap, al rendimento e a caratteristiche generalmente difensive rispetto ad altri indici. Nel lungo termine, la crescita e l'innovazione dovrebbero assumere di nuovo un ruolo più importante in un'economia globale stagnante. La nostra attenzione verso queste società non cambia.

Se l'estate del nostro scontento sarà sfolgorante, quindi, sarà

perché gli investitori si concentreranno maggiormente sui fondamentali, trascurando le incertezze politiche. Riconosciamo la fragilità della ripresa economica e la difficoltà delle politiche monetarie, ma la nostra ipotesi principale resta positiva per le azioni. Nelle precedenti fasi di difficoltà dei mercati, agli scenari difensivi hanno fatto seguito mercati azionari più forti, che avvantaggiano i gestori attivi in grado di tollerare la volatilità, la crescita e multipli superiori alla media. Il nostro voto (ed il nostro denaro) va in quella direzione.



Carmel Wellso
Responsabile della
Ricerca



Adam Schor, CFA
Responsabile delle Strategie
azionarie globali



Prevediamo un incremento dei nuovi pacchetti di servizi e prodotti di pay-TV verso la fine del 2016.

Opportunità e tendenze

- > L'e-commerce e la pubblicità su mobile sono ormai diventati mainstream. Nella seconda metà del 2015 il mercato ha registrato un'inversione di tendenza e, da allora, i ricavi pubblicitari e dei motori di ricerca su telefonia mobile sono diventati fonti ancora più essenziali di crescita per le società internet.
- > I social media stanno diventando uno snodo per lo sviluppo e la scoperta di contenuti originali. I contenuti dell'intrattenimento vengono condivisi con maggiore frequenza. I creatori stanno ricercando nuovi modi per sviluppare contenuti per questo mezzo e per beneficiare della monetizzazione che ne deriva.
- > Prevediamo un incremento dei nuovi pacchetti di servizi e prodotti di pay-TV verso la fine del 2016. L'integrazione tra pay-TV e contenuti digitali creerà opportunità, per i nuovi operatori e per quelli esistenti, per aggiungere valore e differenziare le proprie offerte. Prevediamo ovviamente una maggiore concorrenza, ma pensiamo anche che i distributori legacy che hanno effettuato investimenti in ulteriori diritti sui contenuti, in migliori strumenti di navigazione e sull'ottimizzazione dei servizi di rete riusciranno a ritagliarsi quote di mercato tra i clienti di maggior valore.
- > Prevediamo che la prossima ondata di crescita pubblicitaria sarà determinata da una efficace analitica dei dati su una serie di piattaforme di distribuzione. Man mano che crescono queste capacità, i brand e le agenzie riusciranno a misurare - in modo standardizzato - i rendimenti tra le piattaforme di distribuzione, permettendo quindi di far arrivare le campagne ai giusti destinatari sulla piattaforma ideale a prezzi tali da fornire valore aggiunto a pubblicitari e proprietari dei media.

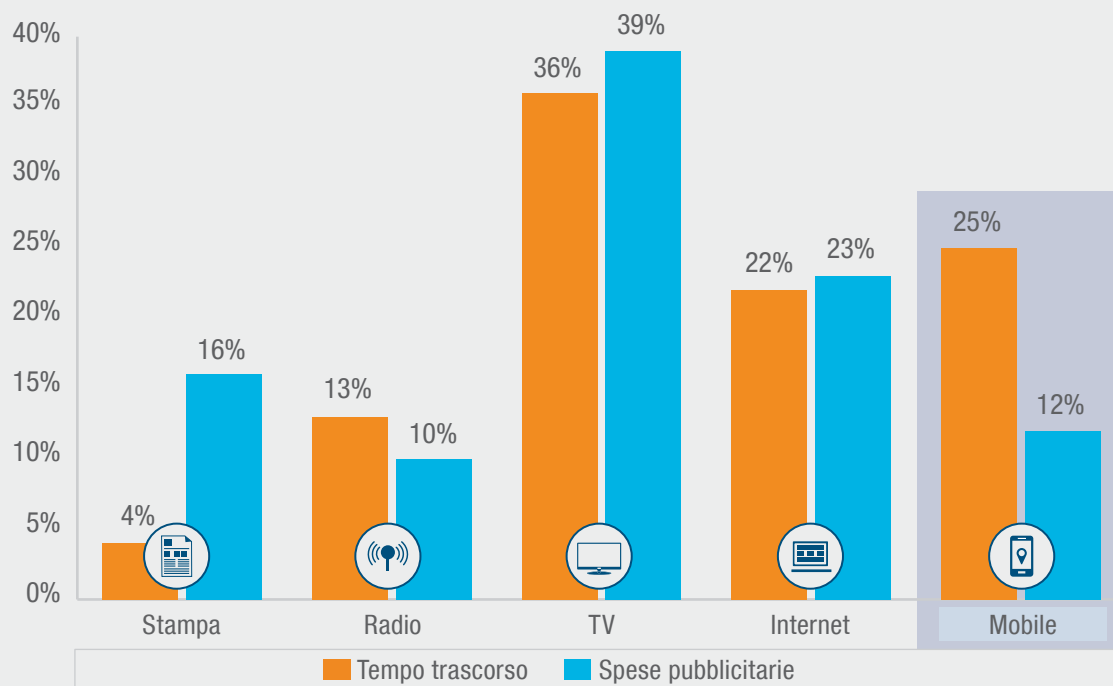
Rischi e ostacoli

- > Non è ancora chiaro come i distributori esistenti risentiranno dell'incremento nell'offerta di prodotti e pacchetti di servizi.
- > Il cambiamento del modo in cui si guarda la TV sta avvenendo più rapidamente di quanto i distributori e le società di contenuti possano sviluppare pubblicità e modelli di misurazione ad hoc. I contenuti fruiti saranno più numerosi che mai, ma questo avverrà su diverse piattaforme, il che rende meno efficaci i modelli di business esistenti. I futuri ricavi pubblicitari per le società di contenuti sono dunque più difficili da prevedere.
- > Nonostante la grande diffusione dei social media, i contenuti su questi canali non hanno la durata dei media tradizionali, un requisito essenziale nell'attrarre spazi pubblicitari.

Conseguenze per gli investimenti

- > Apprezziamo le società di servizi internet con piattaforme di pubblicità digitale dominanti. Le grandi piattaforme beneficiano di un ciclo di feedback positivo. La dimensione delle loro piattaforme arricchisce i dati sui consumatori, il che a sua volta dovrebbe aggiungere valore per il consumatore e i pubblicitari che cercano di comprendere meglio le abitudini di visite e di consumo.
- > Considerata la domanda di dati analitici per confrontare le campagne pubblicitarie nelle diverse piattaforme, stiamo investendo in società che stanno affrontando questa sfida. Essa contribuisce anche a informare i media in cui investiamo.
- > Tra i distributori di Pay-TV, preferiamo le società che possono offrire servizi multipli con la loro solida offerta di banda larga e che stanno investendo in tecnologia che possa ottimizzare il valore del pacchetto di contenuti ai consumatori. Apprezziamo il forte sviluppo di nuovi prodotti nei servizi video che sta accrescendo la scelta dei consumatori.

Percentuale del tempo che gli spettatori hanno trascorso per canale a fronte degli investimenti pubblicitari



Pur rappresentando ormai il 25% delle visualizzazioni, la telefonia mobile è drammaticamente indietro in termini di spese pubblicitarie

Fonte: Interactive Advertising Bureau, KPCB Internet Trends 2016; U.S. Market 2015.



I programmi di fidelizzazione e gli acquisti via cellulare sono sempre più popolari.

Opportunità e tendenze

- > Si conferma la preferenza dei consumatori per le esperienze rispetto alle “cose” e il divario è meramente aumentato. Il cambiamento è stato in parte alimentato dalle esperienze dei social media, poiché queste piattaforme permettono una maggiore condivisione.
- > Le ristrutturazioni delle abitazioni le vendite di automobili negli USA continuano ad aumentare a ritmi sostenuti. La rivalutazione delle abitazioni incoraggia le famiglie a investire nei progetti di ristrutturazione che erano stati rimandati a causa della crisi finanziaria del 2008. Questi acquisti tendono ad essere di “fine ciclo”, dato che i consumatori sono più tentati ad utilizzare il credito su queste voci.
- > Aumentano la popolarità dei programmi di fidelizzazione e gli ordini via mobile nei ristoranti. Ciò crea l'opportunità per queste società di raccogliere dati sui propri clienti, che si traduce in campagne pubblicitarie mirate ed ulteriori acquisti.

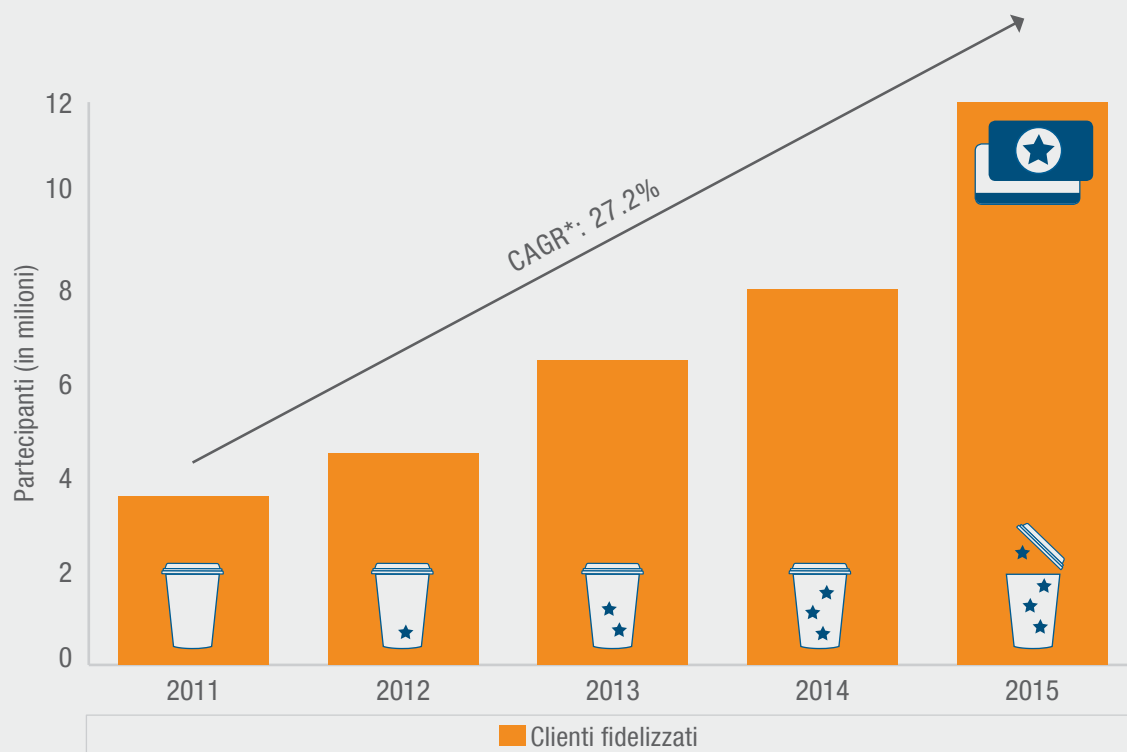
Rischi e ostacoli

- > Accelera il passaggio alle vendite attraverso e-commerce. È in calo costante la presenza fisica nei centri commerciali. La trasparenza dei prezzi via mobile e gli acquisti online penalizzano alcune società di abbigliamento e di vendite al dettaglio. Queste società sono costrette ad effettuare massicci investimenti per migliorare l'esperienza di shopping multicanale, investimenti destinati a ridurre i margini nel breve termine.
- > Amazon rappresenta una sfida costante ai tradizionali negozi fisici. La società continua a guadagnare quote di mercato e le sue politiche di consegna gratuita mettono sotto ulteriore pressione la redditività dei suoi concorrenti. I negozi fisici continuano a soffrire dell'eccesso di capacità, poiché le società hanno ceduto malvolentieri quote di mercato. Questo ha pesato sui margini.
- > Il quadro deflazionistico in Europa continua a rappresentare un ostacolo. Gli acquisti di beni di lusso sono stati anch'essi danneggiati, in una certa misura, dai timori di attentati terroristici che hanno frenato il turismo.
- > La riduzione del mercato di beni fisici ha posto un freno ai margini di questi negozi. La presenza ridotta ridimensiona le economie di scala di queste società, soprattutto sul fronte delle forniture e della gestione delle scorte.

Conseguenze per gli investimenti

- > Preferiamo le società che producono beni di consumo discrezionali, che risentono meno della migrazione verso gli acquisti mobili e online. Molte delle nostre società vendono prodotti che richiedono una vendita di consulenza o troppo grandi per essere spediti.
- > Vista la crescente preferenza per l'e-commerce, evitiamo le società di vendita al dettaglio di abbigliamento ubicate nei centri commerciali, soprattutto le società che non vendono i propri marchi. La riduzione delle presenze nei centri commerciali ha inoltre prodotto una riduzione degli acquisti spontanei.
- > La possibilità di un consolidamento settoriale può determinare una opzionalità su certi titoli. Diversi segmenti del settore subiscono innumerevoli venti contrari, ma alcune società vantano attivi interessanti che potrebbero imporre un premio rispetto ai corsi azionari attuali qualora iniziasse un'ondata di consolidamento.

Partecipazione al programma di fidelizzazione di Starbucks (USA)



La crescita media negli ultimi cinque anni, pari al 27%, è tanto più preziosa dal momento che la probabilità che i partecipanti al programma effettuino un acquisto è triplicata

Fonte: Starbucks.

*Tasso di crescita composto annuo



La razionalizzazione dell'offerta e una domanda globale modesta dovrebbero mantenere i prezzi del petrolio entro una forbice ristretta per il resto dell'anno.

Opportunità e tendenze

- > La nostra previsione di un ritorno dell'equilibrio sui mercati petroliferi nel 2016 si è avverata più rapidamente delle attese. Un fattore è stato la riduzione della produzione nordamericana - che avevamo previsto - ma anche altri sviluppi sul fronte dell'offerta hanno contribuito alla razionalizzazione. Gli incendi nelle sabbie bituminose in Canada e le turbolenze in Nigeria hanno ridotto una quota sostanziale della produzione.
- > Nonostante il fatto che questi shock dell'offerta abbiano già spinto il prezzo del greggio verso USD 50 al barile, restiamo del parere che i prezzi oscilleranno nella forbice USD 50-60 per il resto del 2016.

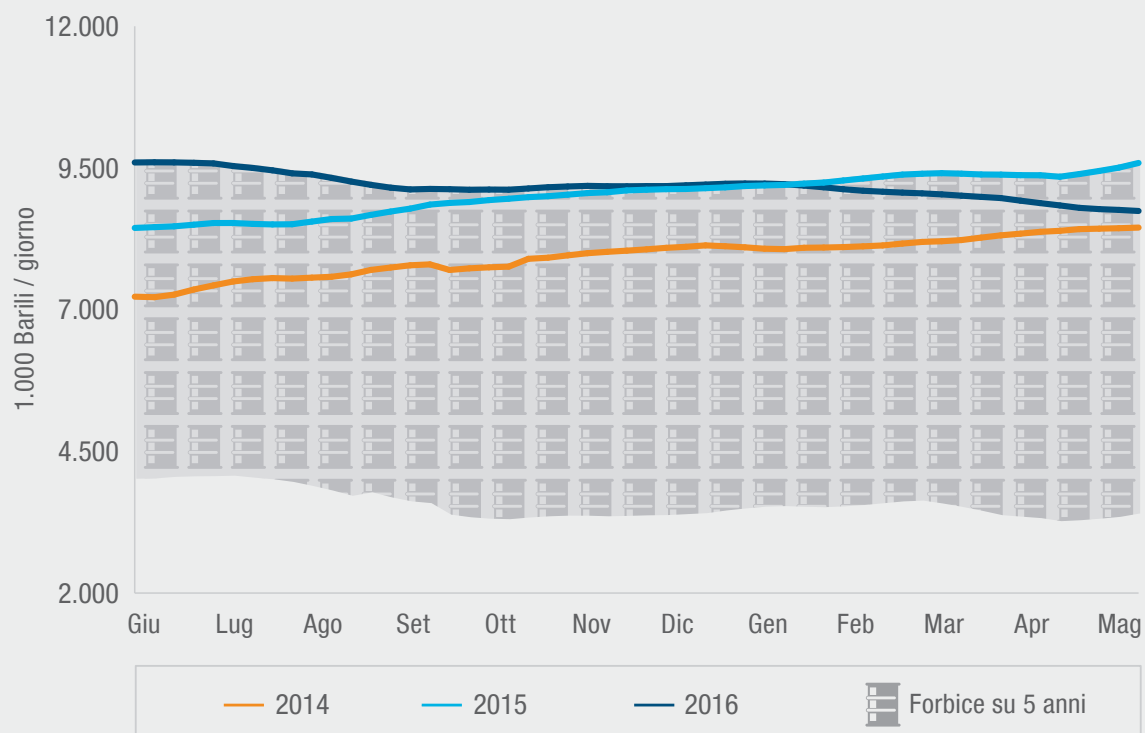
Rischi e ostacoli

- > I prezzi del greggio non sembrano avere per ora un notevole potenziale di rialzo. Ora che le società nordamericane sono divenute produttori marginali di petrolio di scisto, prevediamo che i prezzi a breve termine siano contenuti attorno a USD 60 al barile poiché queste società possono rapidamente riattivare pozzi temporaneamente chiusi. Un altro rischio per i prezzi proviene dall'arrivo sul mercato, più rapido rispetto alle attese, del petrolio di produzione iraniana.
- > La domanda resta un rischio. L'uso dell'energia è legato alla crescita economica globale, soprattutto perché gran parte della domanda incrementale è provenuta da utilizzatori inefficienti dei mercati emergenti. Un rallentamento superiore alle attese in Cina peserebbe sulle prospettive dell'industria, così come una recessione negli USA.
- > Gli operatori della parte centrale della filiera produttiva rischiano di rallentare l'offerta nordamericana. Un modello commerciale organizzato per ottenere ricavi basati sui volumi ha isolato in una certa misura i trasportatori di energia e le società di stoccaggio, poiché i prezzi sono diminuiti nel 2014 e 2015. La riduzione dei volumi associata alla riduzione della domanda metterebbe sotto pressione le prospettive di utile di queste società.

Conseguenze per gli investimenti

- > Con il ritorno dell'equilibrio sui mercati nordamericani, riteniamo che le grandi società di servizi siano avvantaggiate rispetto alle piccole imprese. Queste società hanno avuto la forza finanziaria di mantenere impianti e spese in conto capitale (Capex) durante la correzione, il che permette ora di rispondere più rapidamente alle esigenze delle società di trivellazione. Halliburton, specializzata nella produzione in Nord America, è una società che riteniamo posizionata particolarmente bene per conservare - o persino guadagnare - quote di mercato.
- > Un ruolo importante lo gioca anche la presenza di management esperti. La correzione ha messo in evidenza quali sono le società in grado di allocare con efficacia il capitale e gestire in modo efficiente i bilanci. Alcuni produttori hanno resistito alla tentazione di raccogliere ulteriore capitale, una scelta che avrebbe diluito il valore degli azionisti esistenti. È anche probabile che le società disciplinate sfruttino la ripresa per ridurre i debiti ed aumentare con giudizio la produzione.
- > Contrariamente al parere prevalente, rileviamo un potenziale valore nelle grandi società di esplorazione e produzione. Potrebbe sembrare che queste società siano frenate dal loro impegno in progetti offshore o di sabbie bituminose ad alta intensità di capitale. Le spese di sviluppo, tuttavia, sono effettuate in uno scenario deflazionistico, il che significa che il rendimento del capitale stimato inizialmente potrebbe non essere molto fuori bersaglio. Abbiamo identificato opportunità per acquisire un'esposizione ad attivi di lunga durata e dal lento declino, che hanno beneficiato di uno scenario di Capex inferiore alle previsioni.

Produzione di greggio USA in calo dai massimi recenti



La razionalizzazione della produzione di fronte al calo dei prezzi è ora finalmente rispecchiata nei recenti dati dell'offerta

Fonte: U.S. Department of Energy, Bloomberg.



Il miglioramento della raccolta e dell'analisi dei dati rappresenta una straordinaria opportunità per le società finanziarie.

Opportunità e tendenze

- > La flessione delle banche globali, innescata dalle decisioni britanniche di lasciare l'Unione Europea, ha generato una correlazione intrasettoriale straordinariamente elevata. Se i recenti sviluppi sono negativi per i finanziari, riconosciamo che l'architettura finanziaria globale è diventata più solida dopo la fine della crisi finanziaria globale e dopo la crisi del debito sovrano in Europa, oltre al fatto che le banche godono di una migliore patrimonializzazione e di posizioni liquide più solide. Ciononostante, molte banche - soprattutto in Europa - presentano quotazioni che suggeriscono l'imminenza di una crisi. Questo scenario è possibile nel caso in cui la mancanza di unità politica risollevi nuovamente il rischio di denominazione, ma non è questo il nostro scenario centrale.
- > Le prospettive dei fornitori di dati finanziari sono migliorate. Poiché il volume dei dati raccolti dalle società è aumentato, sono aumentate anche l'ampiezza e la qualità delle analisi fornite. Tali dati sono molto richiesti per funzioni quali il trading, l'esecuzione, la costruzione di indici e la gestione dei rischi.

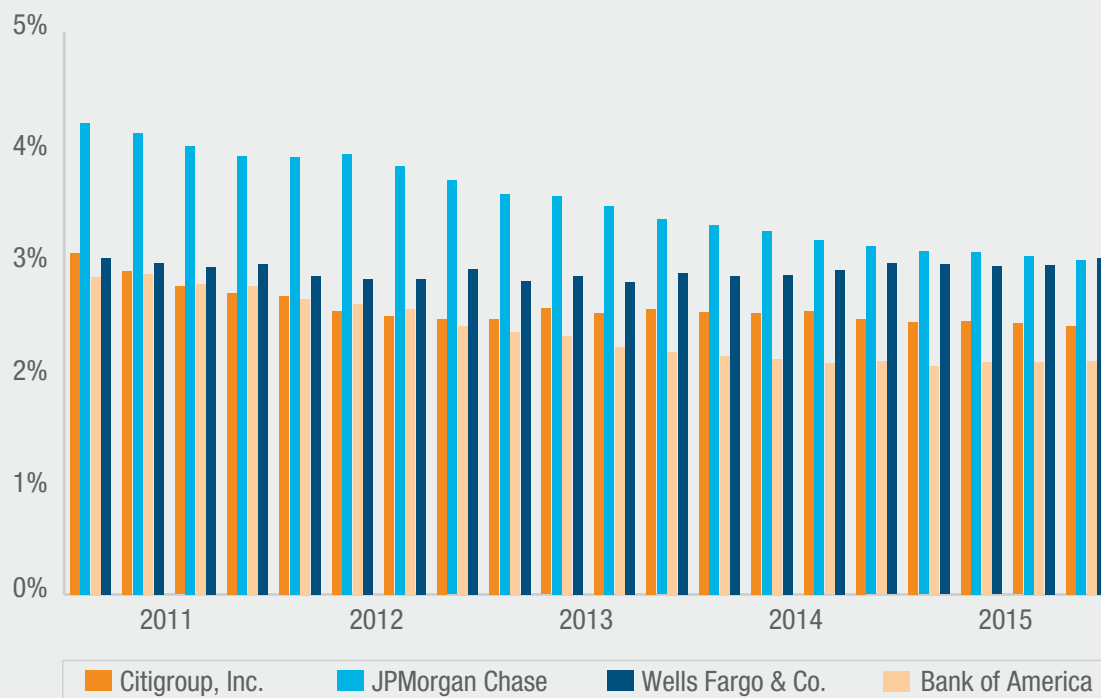
Rischi e ostacoli

- > La modestia delle prospettive di crescita globale e i tassi d'interesse bassi o negativi restano un freno per il futuro del settore. Di conseguenza, le stime di utile del consensus sono state ridimensionate negli scorsi mesi e bruscamente dopo la Brexit, facendo calare le curve dei tassi globali. Una crescita economica modesta ha pesato sull'incremento dei prestiti, mentre il livello ridotto dei tassi ha tenuto sotto pressione il margine netto d'interesse, un parametro fondamentale della redditività. La BoE e la BCE non sono assolutamente nella posizione di aumentare i tassi sulla scia del referendum sulla Brexit, ma dubitiamo che la Fed abbia l'intenzione di aumentare i tassi almeno fino al 2017.
- > Ripiegarsi sulle tradizionali attività di investment banking che nel passato erano lucrative limita la crescita degli utili. La volatilità di inizio anno ha ridotto le offerte di nuovi titoli. Prevediamo che ulteriori riacutizzazioni produrrebbero scenari altrettanto deboli. Pressioni secolari - in particolare un marcato incremento della regolamentazione - hanno inoltre contribuito a incidere sul settore, così come la scarsa liquidità del mercato, che si è fatta sentire notevolmente nel trading del reddito fisso.
- > I germogli di un aumento del credito che abbiamo identificato nelle banche europee rischiano lo stallo, poiché la mancanza di chiarezza sul percorso che prenderà in futuro l'uscita della Gran Bretagna dall'Unione Europea disincentiverà gli investimenti di lungo termine.

Conseguenze per gli investimenti

- > Pur rimanendo estremamente prudenti sulle banche europee, riteniamo che le banche dell'Europa settentrionale, con operazioni retail e potere di determinazione dei prezzi, rappresentino il metodo più interessante per restare esposti al settore nella regione.
- > La transizione in corso verso i pagamenti elettronici resta, a nostro avviso, una delle aree più interessanti nel settore finanziario. Le nostre principali posizioni nel settore comprendono società che riteniamo saranno le beneficiarie della crescita dei pagamenti elettronici e delle carte di credito private label. Quest'ultimo segmento può essere particolarmente positivo per le imprese, vista la sua capacità di raccogliere dati e fidelizzare la clientela.
- > Crediamo che le società globali di assicurazione rappresentino l'esposizione più interessante alla crescita secolare della domanda dei clienti asiatici. La disponibilità di marchi noti, di prodotti diversificati e la capacità di gestione daranno alle società multinazionali un vantaggio competitivo rispetto alle concorrenti regionali.

Trend del margine netto di interesse della più grandi banche USA



Il perdurare dei bassi livelli dei tassi d'interesse a breve termine ha messo sotto pressione i margini delle banche USA

Fonte: Bloomberg.



Le società stanno razionalizzando i portafogli di prodotti per adattarsi ai cambiamenti del settore.

Opportunità e tendenze

- > Trainate in parte da valutazioni interessanti, le operazioni societarie sono in ripresa. Nelle operazioni più recenti, il basso livello dei corsi azionari si è tradotto in premi importanti, un trend che riteniamo sia destinato a proseguire. L'ondata di attività non si limita al solo settore biotecnologico. I produttori di dispositivi, compresi quelli specializzati nelle malattie cardiovascolari o spinali, hanno strappato prezzi interessanti.
- > Le società farmaceutiche sono state costrette a correggere costantemente i loro portafogli per tenere conto dell'interesse crescente per il valore, non solamente per la sicurezza e l'efficacia. Di conseguenza, stiamo assistendo ad un livello sostenuto ed elevato dell'attività di licensing, con aree quali l'oncologia, l'immunologia e le malattie cardio-metaboliche al centro dell'attenzione. Riteniamo che questo processo di razionalizzazione dei portafogli contribuirà a trainare il settore biotech in difficoltà, offrendo alle migliori società l'opportunità di perseguire alternative di finanziamento non dilutive.
- > L'innovazione continua a trainare la crescita. Non prevediamo che le approvazioni della Food & Drug Administration (FDA) superino il record di 45 dello scorso anno, anche se il 2016 dovrebbe comunque far registrare un numero elevato. La rapidità delle approvazioni è la caratteristica della ritrovata efficacia di molti nuovi farmaci e della loro capacità di rispondere a nuove ed importanti esigenze mediche.

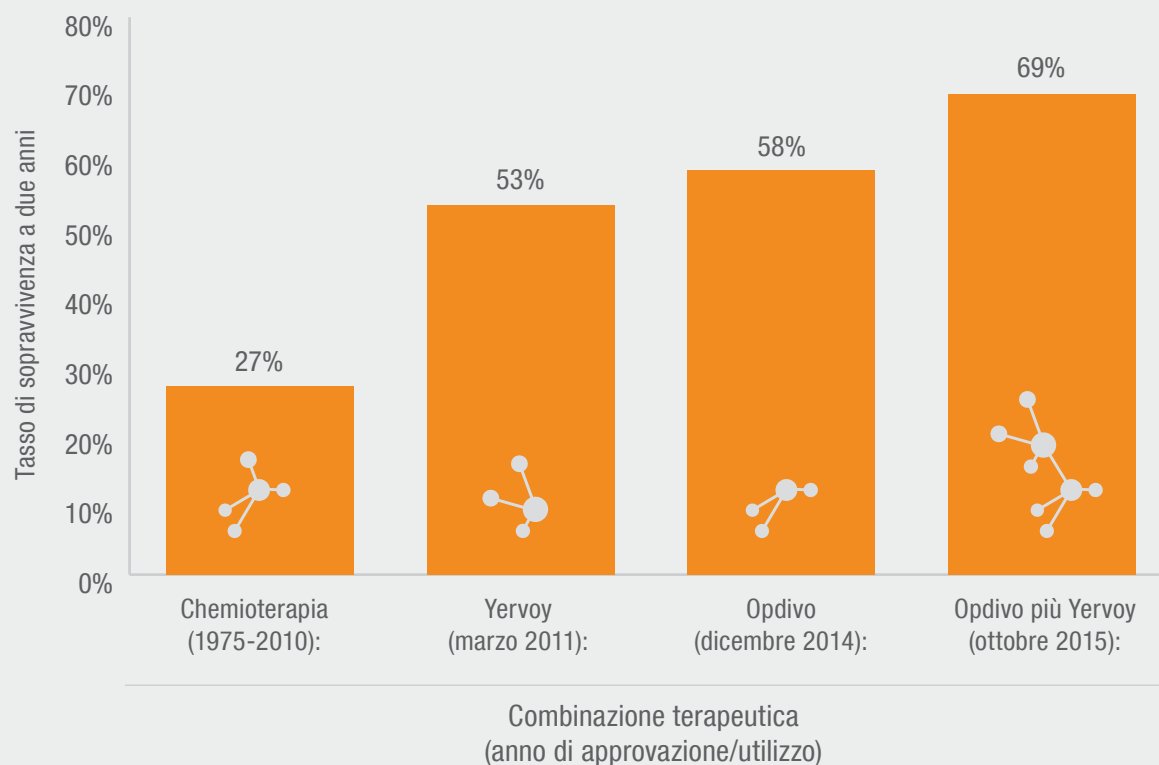
Rischi e ostacoli

- > La recente contrazione dei prezzi dei farmaci, insieme al consolidamento tra i contribuenti, rappresenta un possibile ostacolo al prezzo che le società farmaceutiche possono richiedere. Il pendolo ha iniziato ad oscillare dopo che gli assicuratori sono stati colti impreparati alla domanda straordinaria di Sovaldi, una terapia per l'epatite C. A meno che i nuovi farmaci non dimostrino importanti benefici per i pazienti e generino valore per il sistema, la copertura diventa meno certa. Vediamo già che alcune terapie cardiovascolari sono messe maggiormente sotto esame.
- > La retorica politica in questo anno elettorale potrebbe generare costante volatilità. Tuttavia, ora che è stata ristretta la rosa dei candidati presidenziali e che si avvicina la data delle elezioni, gli investitori dovrebbero avere maggiore facilità a distinguere tra promesse elettorali e programmi realizzabili.
- > Un arretrato di farmaci ancora in attesa di approvazione rischia di mettere sotto pressione un gruppo di prodotti generici con poca concorrenza.

Conseguenze per gli investimenti

- > Restiamo prudenti su alcune società farmaceutiche specializzate, riconoscendo che le recenti difficoltà devono ancora essere del tutto superate. Le attività di fusione e acquisizione hanno accresciuto l'indebitamento in bilancio. Contemporaneamente, è probabile che le pressioni esterne abbiano intaccato un modello di business che si basava su cospicui aumenti dei prezzi.
- > Una efficace allocazione del capitale resta essenziale per la performance delle azioni. Le grandi società che hanno pagato eccessivamente per le acquisizioni sono state punite dagli investitori mentre quelle che hanno realizzato operazioni promettenti sono state premiate. Analogamente, i management che hanno un track record affidabile nell'allocazione del capitale su prodotti innovativi continueranno ad essere percepiti positivamente dal mercato.
- > Poiché il consolidamento tra i contribuenti rischia di pesare sulla crescita dei ricavi, le terapie innovative per il cancro si contraddistinguono come un segmento in cui gli assicuratori sono più disposti a coprire nuovi trattamenti.

Melanoma metastatico: tasso di sopravvivenza a due anni



La combinazione di terapie innovative ha permesso di raddoppiare i tassi di sopravvivenza negli ultimi cinque anni

Fonte: American Association of Cancer Research.



L'attività di fusione e acquisizione resta sostenuta in quasi tutto il settore industriale, ed è integrata da società in grado di realizzare sinergie di costo.

Opportunità e tendenze

- > Per le società industriali multinazionali, le difficoltà in Europa sono state riaccese dal voto di giugno sulla Brexit. Il basso livello dei tassi ha continuato a sostenere una crescita lenta ma stabile, soprattutto in Europa occidentale. Il settore automobilistico si è mostrato particolarmente solido.
- > Gli USA non sembrano ben posizionati per realizzare una solida ripresa. Anche se i primi due mesi del 2016 sono stati positivi, da allora la crescita è rimasta stagnante. I settori dell'edilizia residenziale e non residenziale sono migliorati e, di conseguenza, rileviamo margini per una prosecuzione della crescita.
- > L'attività di fusione e acquisizione resta sostenuta in quasi tutti i segmenti del settore industriale, ed è integrata da società in grado di fornire sinergie di costo. A causa della recente debolezza del settore, l'incremento dei fatturati è stato realizzato attraverso la razionalizzazione, man mano che un numero crescente di società ha cercato di acquisire imprese nelle quali applicare i loro metodi di miglioramento.

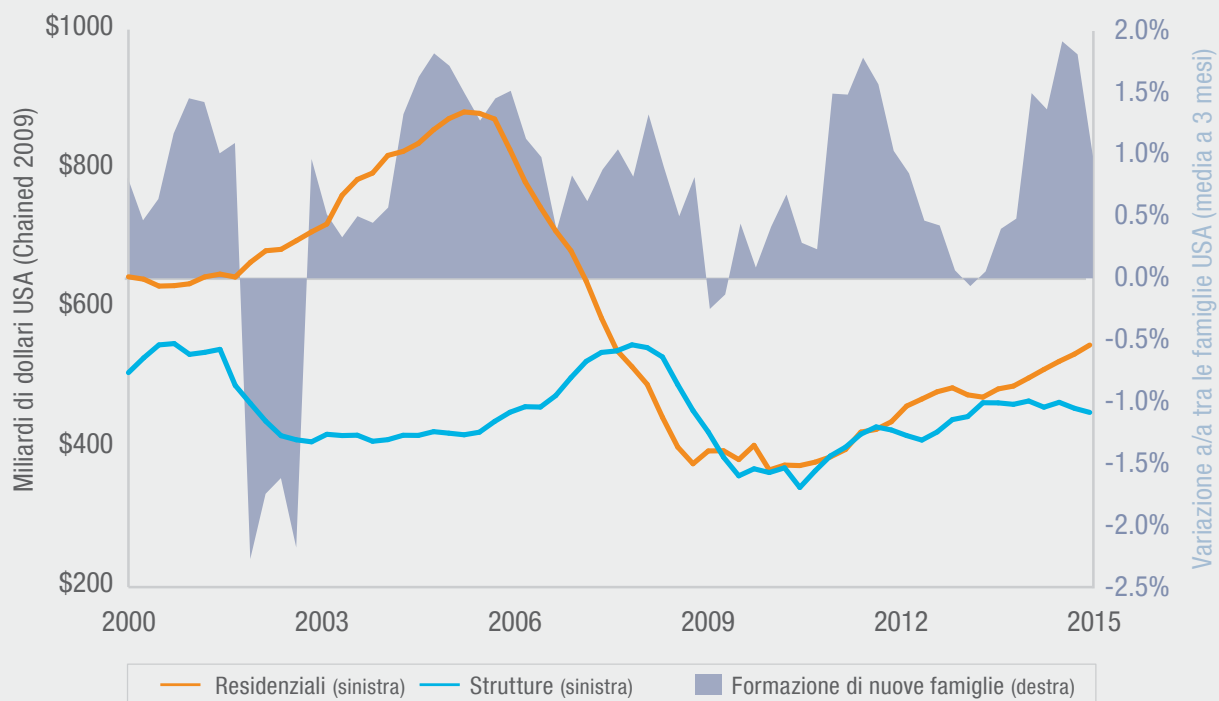
Rischi e ostacoli

- > In Cina, gli investimenti fissi stanno rallentando. Nonostante alcuni dati deludenti all'inizio del secondo trimestre, le prospettive restano solide per le società industriali legate ai consumi in Cina.
- > Nonostante il recente rincaro del greggio, le società del comparto energetico sono ancora a rischio. La mancanza di stabilità nel settore ha reso difficile per le società una gestione efficiente dei progetti.
- > La valuta continua a penalizzare le multinazionali. La debolezza delle valute internazionali, dovuta alla forza del dollaro, ha avuto un impatto negativo sui rendimenti finanziari delle società, a causa della conversione valutaria. Poiché per le large cap multinazionali statunitensi l'Europa è un mercato molto più grande rispetto ai mercati emergenti, i timori sull'andamento delle valute europee costituiscono un rischio maggiore a causa del recente voto sulla Brexit.

Conseguenze per gli investimenti

- > Senza fattori di crescita ciclici e ad alta convinzione, preferiamo generalmente puntare su elementi delle singole imprese in grado di catalizzare il valore. Stiamo puntando la nostra attenzione su società con una storia di eccellenti allocazioni del capitale ed organismi dirigenti di qualità che hanno guidato con efficacia le loro imprese lungo l'intero ciclo economico.
- > Poniamo una grande attenzione verso le società in via di miglioramento favorite dal processo di consolidamento.

Investimenti fissi residenziali e non residenziali negli USA



Sono stati registrati guadagni, soprattutto nell'edilizia residenziale, ma entrambi i settori sono nettamente inferiori ai picchi pre-recessione, il che offre molti margini di crescita.

Fonte: Bureau of Economic Analysis, U.S. Census Bureau.



L'adozione diffusa di software su dispositivi che storicamente non ne facevano uso ha subito un'accelerazione grazie al basso costo della connettività.

Opportunità e tendenze

- > **La transizione verso il cloud sta accelerando.** Contrariamente ad alcuni anni fa, quando i clienti sperimentavano servizi basati sul cloud, ora ad essere collocate su di esso sono le funzioni essenziali. I motori principali di questa evoluzione sono le considerazioni in materia di costo e di sicurezza. L'adozione diffusa del cloud, ivi compreso il software come servizio (SaaS) e le infrastrutture come servizio (IaaS), ha prodotto un tasso di crescita impressionante per i leader del settore, come Salesforce.com e Amazon Web Services, persino partendo da ricavi già molto alti. La stessa dinamica ha tuttavia messo sotto pressione le società di software e hardware tradizionali.
- > **Il consolidamento nel settore dei semiconduttori sta cambiando lo scenario.** In assenza di certezza sulla crescita dei fatturati, le società cercano di sfruttare sinergie attraverso il consolidamento, per alimentare la crescita degli utili. Questo trend è favorito dai fondatori e Amministratori Delegati di possibili società target, sempre più disponibili alle cessioni. Inoltre le valutazioni scontate e i tassi d'interesse ridotti hanno svolto un ruolo nell'agevolare le operazioni.
- > **Il trend che conferma come "il software si mangia il mondo" prosegue indisturbato.** Il calo del costo della connettività sta permettendo ai software di rendere più intelligenti molteplici dispositivi. La diffusione delle applicazioni utilizzate nelle automobili illustra la natura rivoluzionaria di questo trend. Prevediamo che nuove applicazioni attireranno una quota crescente di capitale d'investimento e, in prospettiva, realizzeranno una quota maggiore dei rendimenti.

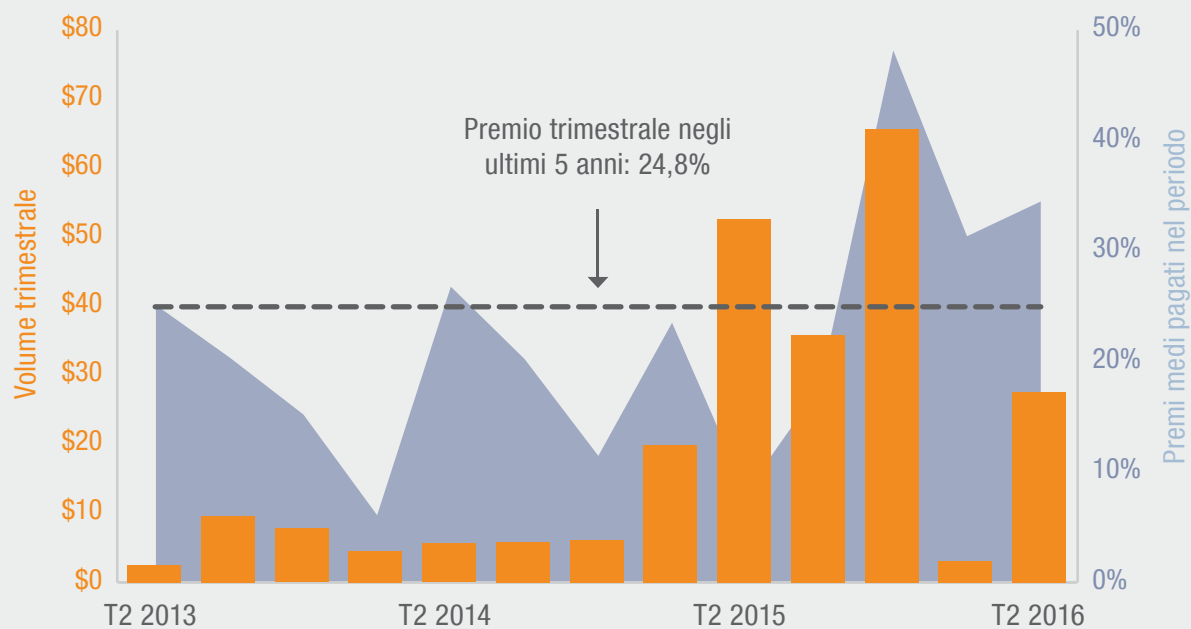
Rischi e ostacoli

- > **I rischi per le legacy tecnologiche sono sottovalutati.** Le azioni di numerose società legacy sono ormai sotto pressione, ma molti investitori continuano a detenerle per il loro elevato tasso di rendimento azionario e per la posizione ancora dominante negli indici del settore. Eppure, spesso gli investitori non sono consapevoli dei rischi che i loro modelli industriali sottostanti stanno correndo. Questo è particolarmente vero per le società di software che hanno tardato ad adottare SaaS e società di hardware che hanno trascurato la minaccia del cloud.
- > **Considerazioni riguardanti la privacy possono gettare un'ombra su alcune società internet.** La tecnologia ha registrato un'evoluzione più rapida rispetto alla regolamentazione. Prima o poi i governi potrebbero voler ristabilire il loro primato. La piattaforma mobile Android di Alphabet, che sta raggiungendo una quota del mercato globale dell'85%, potrebbe essere l'elemento catalizzatore di un esame più attento. Puntare i riflettori sul tema potrebbe anche indurre gli utenti internet, che hanno spesso preso il tema sottogamba, a riesaminare il loro atteggiamento in materia di privacy.
- > **La crescita economica globale resta incerta.** Se una crescita lenta rappresenta un rischio per molti settori, i tecnologici potrebbero invece beneficiare di un quadro di debolezza poiché, per accrescere gli utili, le società devono aumentare la produttività. Investire nella tecnologia sarà un ingrediente essenziale per realizzare tali efficienze. Gli investitori devono tuttavia riconoscere che la resilienza insita del settore non è più presente in molte società legacy large cap.

Conseguenze per gli investimenti

- > **Continuiamo ad evitare grandi società legacy di cui mettiamo seriamente in discussione l'attuale modello industriale.** La volatilità d'inizio anno ci ha permesso di riposizionare il portafoglio verso i titoli cloud, a maggiore crescita, che noi preferiamo.
- > **Rileviamo opportunità in alcuni segmenti del settore dei semiconduttori.** Mentre gli smartphone occupano le prime pagine, noi riteniamo che altri segmenti - comprese le automobili e la sanità - potrebbero presentare una crescita più interessante, avendo cominciato presto l'adozione dei software.
- > **Nell'architettura delle imprese, ci stiamo avvicinando ad un bivio.** Privilegiamo le società che non hanno linee di prodotti legacy destinate ad essere chiuse. Nuovi arrivati, con approcci e piattaforme innovative, sono destinati a guadagnare una percentuale crescente di quote di mercato.

Attività di fusioni e acquisizioni nel settore dei semiconduttori



Dall'inizio del 2015, il volume e i premi medi sulle operazioni sono aumentati nettamente in un settore che deve far fronte ad una intensa pressione da parte della concorrenza

Fonte: Bloomberg.

PRINCIPI GUIDA DI JANUS RESEARCH

- > Investire avendo come priorità l'interesse dei nostri clienti.
- > Sviluppare una profonda comprensione delle società che analizziamo.
- > Adottare una solida disciplina di valutazione incentrata sulla crescita di qualità.
- > Sviluppare giudizi indipendenti e differenziati sulle nostre società, supportati da una approfondita ricerca primaria.
- > Dedicare alla valutazione di ciò che può andare storto lo stesso tempo dedicato a capire i potenziali vantaggi.
- > Adottare una prospettiva a lungo termine.
- > Cercare di precedere il cambiamento, non solamente di analizzarlo.
- > Attrarre gli analisti migliori e più brillanti del settore, alimentando un ambiente in cui possano avere successo per conto dei nostri investitori.



LEADER DEI TEAM SETTORIALI GLOBALI DI JANUS



COMUNICAZIONI

Jean Barnard, CFA



COMUNICAZIONI

Denny Fish



CONSUMI

Tom Roller, CFA



CONSUMI

Greg Kuczynski, CFA



ENERGIA + SERVIZI PUBBLICI

Kris Kelley, CFA



FINANZIARI

John Jordan



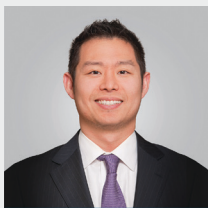
SANITÀ

Andy Acker, CFA



SANITÀ

Ethan Lovell



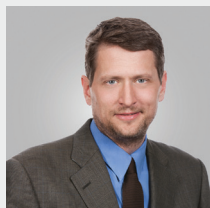
INDUSTRIALI + MATERIALI

David Chung, CFA



TECNOLOGIA

Brinton Johns



TECNOLOGIA

Garth Yettick, CFA



Pubblicato in: (a) Europa da Janus Capital International Limited ("JCIL"), autorizzata e regolamentata in Gran Bretagna dalla Financial Conduct Authority; (b) Dubai da JCIL autorizzata e regolamentata dalla Dubai Financial Services Authority come ufficio di Rappresentanza e in (c) Svizzera da Janus Capital (Switzerland) LLC, autorizzata e regolamentata dalla FINMA.

Pubblicato a: (a) Taiwan R.O.C da Janus Capital Taiwan Limited, autorizzata e regolamentata dalla Financial Supervisory Commission R.O.C, (b) Hong Kong e Australia da Janus Capital Asia Limited (ARBN 122 997 317), costituita a Hong Kong, esente dall'obbligo di avere una autorizzazione a offrire servizi finanziari in Australia, autorizzata e regolamentata dalla Securities and Futures Commission di Hong Kong ai sensi della legge di Hong Kong che differisce dalla legislazione australiana, e a (c) Singapore da Janus Capital Singapore Pte. Limited (n. di registrazione 200617443N), regolamentata dalla Monetary Authority of Singapore.

In Australia, ad uso dei soli collocatori; a Taiwan R.O.C e nella Repubblica Popolare Cinese, disponibile unicamente per alcuni investitori istituzionali. A Singapore, disponibile unicamente per investitori istituzionali e accreditati ai sensi dell'articolo 4A della Securities and Futures Act (Cap. 289), mentre per il resto non può essere distribuito a Singapore.

Nota per i lettori della Repubblica Popolare Cinese (RPC): Janus non è autorizzata o registrata presso la China Securities Regulatory Commission per l'attività di gestione degli investimenti, né autorizzata da alcuna autorità di vigilanza della RPC a fornire servizi di gestione degli investimenti nella RPC. Il presente documento non è stato esaminato da o consegnato ad alcun organismo di vigilanza della RPC e l'utilizzo del presente documento si dovrà limitare a quanto previsto dalla legislazione, dalla regolamentazione e dagli obblighi vigenti in materia. Nulla del presente documento sarà interpretato nel senso di offrire servizi di gestione degli investimenti da Janus nella RPC, né dovrà essere considerato come consulenza d'investimento in relazione ai mercati dei capitali, titoli e fondi comuni della RPC, una funzione che potrebbe obbligare Janus ad ottenere o essere soggetto ad approvazione, registrazione, iscrizione o altro obbligo di qualificazione delle autorità di vigilanza competenti nella RPC. Il presente documento viene fornito in via confidenziale unicamente per informare le persone specificamente destinatarie.

Il presente documento non costituisce consulenza per gli investimenti o un'offerta di vendita, acquisto o raccomandazione di titoli, se non ai sensi di un contratto conforme alle leggi e ai regolamenti vigenti. Janus Capital Group e le sue controllate non sono responsabili della eventuale illecita distribuzione a terzi del presente documento, in tutto o in parte, o per informazioni ricostruite dal presente documento e non garantisce che le informazioni fornite siano accurate, complete o tempestive, né offre alcuna garanzia in merito ai risultati ottenuti dal suo utilizzo. Come tutti gli investimenti, esistono rischi intrinseci che ognuno deve tenere presenti.

La distribuzione del presente documento o delle informazioni in esso contenute può essere limitata dalla legge e può essere vietata nelle giurisdizioni o nelle circostanze in cui il suo utilizzo sarebbe illegale. Qualora l'intermediario desiderasse trasmettere a terzi il presente documento o le informazioni in esso contenute, è sua responsabilità informarsi se e quanto ciò sia permesso dalla legge vigente e rispettare tali prescrizioni legali.

Il presente documento riguarda un prodotto finanziario non soggetto ad alcuna forma di regolamentazione o approvazione da parte della Dubai Servizi finanziari Authority ("DFS").

La DFSA non ha alcuna responsabilità di rivedere o verificare un prospetto o altro documento in connessione al presente prodotto finanziario. Di conseguenza, la DFSA non ha approvato il presente documento o altri documenti collegati e non ha avviato misure finalizzate a verificare le informazioni riportate nel presente documento, né ha alcuna responsabilità in tal senso.

Il prodotto finanziario al quale il documento si riferisce può essere illiquido e/o soggetto a restrizioni per rivenderlo. I potenziali acquirenti devono effettuare per proprio conto la due diligence sul prodotto finanziario.

Chi non comprende i contenuti del presente documento deve rivolgersi ad un consulente finanziario autorizzato.

Il presente documento non può essere distribuito in Arabia Saudita se non alle persone previste all'articolo 20(4) del Securities Business Regulations emanato dalla Saudi Arabian Capital Market Authority, e di conseguenza non è tenuto a rispettare i requisiti di cui all'art. 17 di tale regolamento che prevede che la pubblicità di valori mobiliari debbano essere effettuato da una persona autorizzata dalla CMA che deve altrimenti approvarne i contenuti.

Questa presentazione non costituisce un'offerta pubblica di titoli nel Sultanato dell'Oman, previsto dalla Commercial Companies Law of Oman (Regio Decreto n. 4/74) o dalla Capital Market Law of Oman (Regio Decreto Royal Decree No. 80/98), né un'offerta a vendere o una sollecitazione ad acquistare titoli non dell'Oman nel Sultanato dell'Oman, come previsto dall'art. 6 delle Executive Regulations to the Capital Market Law (emanate con delibera ministeriale n. 4/2001). Nel Sultanato dell'Oman questa presentazione è strettamente privata e riservata. Essa viene fornita ad un numero ristretto di investitori sofisticati unicamente per permettergli di decidere se fare o non fare un'offerta al Fondo di sottoscrivere impegni ad investire nei termini ed entro i limiti qui previsti e non può essere riprodotto o utilizzato ad altro scopo a persone diverse dal destinatario originale. Inoltre, questa presentazione non è finalizzata a concludersi nella sottoscrizione di un contratto nel territorio del Sultanato dell'Oman.

La Capital Market Authority e la Banca Centrale dell'Oman non assumono alcuna responsabilità sull'accuratezza delle dichiarazioni e informazioni contenute nel presente documento o sulla performance della strategia, e non saranno in alcun modo responsabili nei confronti di terzi per eventuali danni o perdite risultanti dall'aver fatto affidamento su eventuali dichiarazioni o informazioni qui contenute.

Questa presentazione non è stata approvata dalla Banca Centrale del Bahrein, che non assume alcuna responsabilità per i suoi contenuti. Nel Regno del Bahrein non sarà effettuata alcuna offerta al pubblico di acquistare alcun tipo di prodotto o servizio, e questa presentazione è finalizzata ad essere letta solamente dal suo destinatario e non deve essere trasmessa, consegnata né mostrata al pubblico.

Il presente documento e le informazioni in esso contenute non costituiscono e non intendono costituire in alcun modo o forma una offerta pubblica o privata di valori mobiliari o servizi finanziari negli Emirati Arabi Uniti e di conseguenza non va interpretato in tal senso. I contenuti del documento non sono stati approvati, autorizzati o registrati dalla Banca Centrale degli EAU, dalla Securities and Commodities Authority o da altre autorità o agenzie pubbliche competenti negli EAU. Il presente documento è finalizzato ad essere utilizzato solamente dal destinatario indicato e non va fornito o mostrato ad altre persone (ad esclusione dei dipendenti, agenti o consulenti in relazione al destinatario). Nessuna operazione sarà conclusa negli EAU.

Il presente documento non è finalizzato alla circolazione generale al pubblico in Kuwait. I suoi contenuti non sono stati approvati dalla Kuwait Capital Markets Authority o da altre agenzie pubbliche competenti. In Kuwait non viene effettuata alcuna offerta privata o pubblica di prodotti o servizi, e nessun accordo relativo alla vendita di prodotti o servizi sarà concluso in Kuwait. Nessuna attività di marketing, sollecitazione o collocamento p in corso per offrire o distribuire i prodotti o i servizi in Kuwait.

Ad uso esclusivo di distributori istituzionali/ qualificati, di persone autorizzate e di clienti collocatori. Non finalizzato per la visione o la distribuzione al pubblico.

La performance storica non è garanzia di rendimenti futuri. Non vi è alcuna garanzia che il processo d'investimento avrà sempre successo.

I pareri espressi dagli autori possono variare in qualsiasi momento in funzione di cambiamenti delle condizioni economiche o dei mercati. I commenti non devono essere considerati come raccomandazioni di singoli titoli o settori, quanto piuttosto come una illustrazione di temi più generali.

Le affermazioni del documento che riflettono proiezioni o aspettative di future performance finanziarie o economiche di una strategia o dei mercati in generale e le affermazioni relative ad eventuali piani e obiettivi di strategie di Janus per operazioni future sono affermazioni di tipo previsionale. I risultati o gli eventi effettivi possono differire sostanzialmente da quelle previste, stimate, ipotizzate o attese in tali affermazioni previsionali. Fattori importanti che potrebbero presentare tali differenze, oltre ad altri fattori descritti con affermazioni previsionali, comprendono condizioni economiche generali quali l'inflazione, la recessione ed i tassi d'interesse.

Janus è un marchio registrato di Janus Capital International Limited. © Janus Capital International Limited.