PRIMAVERA 2017

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 sei 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

> ENERGIA + SERVIZI PUBBLICI 4

> FINANZIARIA 6

> TECNOLOGIA 8

> BENI DI CONSUMO 10

> SANITA 12

> INDUSTRIALI + MATERIALI 14

I pareri espressi dagli autori sono datati a febbraio 2017 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.

Comincia lo spettacolo

Lo show di Trump è appena agli inizi, ma per adesso i mercati lo gradiscono parecchio. Riteniamo che il rialzo degli indici rifletta non solo i benefici che probabilmente il nuovo presidente porterà all'economia statunitense, ma anche la forza sottostante dell'economia. A febbraio la presidente della Federal Reserve, Janet Yellen, ha riferito al Congresso che l'economia è sana e che il clima di fiducia delle imprese sta migliorando, una visione riportata dai nostri analisti nei nostri meeting aziendali. Anche al di fuori degli Stati Uniti le condizioni sono migliorate.

Con tutti i suoi effetti speciali, la presidenza di Donald Trump segna l'inizio di alcune importanti transizioni. Per la prima volta in molti anni, abbiamo un'amministrazione decisamente a favore delle imprese che promette una riduzione delle imposte sulle società e una minore regolamentazione. Le aziende, di conseguenza, iniziano a essere più ottimiste in materia di espansione e investimenti di capitale. Ciò potrebbe significare che l'attività delle imprese ritornerà a essere il fattore di traino della crescita economica, e non le ingegnerie politiche e finanziarie delle banche centrali. In tale scenario, crediamo che l'era degli investimenti guidati da tendenze macroeconomiche e difensive cederà infine il passo a un periodo in cui prospereranno le strategie di investimento attivo e stock-picking.

Siamo già assistendo ai primi cenni di questa transizione. Le azioni a bassa volatilità, ad esempio, hanno iniziato a sottoperformare. Questo risultato ha un senso: in un mercato rialzista gli asset meno rischiosi tendono ad arretrare. Ma nei cinque anni precedenti giugno 2016 le azioni meno volatili avevano battuto il mercato azionario nel suo complesso. Ciò aveva sconvolto la tradizionale relazione positiva tra rischio e rendimento, costringendoci a mettere da parte la nostra incredulità, cosa che non avremmo mai voluto fare.

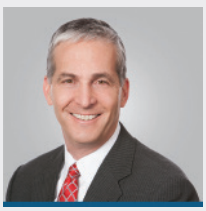
Se l'economia statunitense migliora, anche l'Europa ne beneficia. Per cominciare, la domanda di esportazioni dal vecchio continente potrebbe crescere, soprattutto se l'euro dovesse mantenersi debole, rendendo le esportazioni europee più convenienti per i consumatori esteri. Inoltre, le imprese hanno operato tagli ai costi, suggerendo che molte aziende europee trarranno beneficio dalla ripresa economica.. Ma la transizione non sarà facile: Quest'anno in molti paesi si terranno importanti elezioni politiche, mentre il Regno Unito comincia a negoziare i termini dell'uscita dall'Unione europea, o Brexit che dir si voglia. Come i cattivi dei film dell'orrore, il problema del debito pubblico greco non se ne va. La Banca centrale europea (BCE) deve inoltre trovare il modo di reinvestire i titoli obbligazionari acquistati senza soffocare la ripresa economica, un compito molto difficile (che peraltro spetta anche alla Fed intraprendere negli Stati Uniti).

Riteniamo che i mercati possano superare questi colpi di scena, ma l'incertezza porterà volatilità. Le fluttuazioni valutarie, la riforma fiscale e altre politiche tuttora indefinite potrebbero accrescere quell'incertezza. A nostro avviso, non tutte le azioni reagiranno in egual misura. A tale scopo, nelle pagine seguenti, analizziamo le tendenze settoriali che riteniamo saranno importanti per individuare le azioni vincenti nel lungo termine.

È vero, gli indici azionari hanno raggiunto livelli record, ma potremmo obiettare che le valutazioni non sembrano estreme. L'attuale rapporto prezzo/utili attesi medio (P/E ratio) dei titoli large cap, intorno a 18, può apparire un po' alto, ma risulta comunque in linea con un contesto di bassi tassi d'interesse. Inoltre, il nostro team Fixed Income si attende un appiattimento della curva di rendimenti, il che suggerisce che anche se la Fed provvederà ad alzare i tassi a breve termine, quelli a lungo termine, che più contano per le valutazioni azionarie, non si impenneranno. Anche le correlazioni sono scese drasticamente, offrendo alle azioni che non hanno partecipato al rally un'opportunità di guadagnare terreno e rivalutarsi. Inoltre, potremmo assistere a una correzione al rialzo delle stime sugli utili nei prossimi mesi, dopo parecchi anni in cui Wall Street doveva rivedere le previsioni al ribasso. Quando studiamo il consensus sulle stime, constatiamo che fra gli analisti atteggiamenti troppo pessimistici ricorrono con la stessa frequenza di quelli ottimistici. Potremmo assistere a una correzione del pessimismo nel corso dell'anno.

E questo confronto tra ottimismo e pessimismo ci riconduce a Trump. Il rischio è che i mercati nutrano aspettative troppo elevate nei suoi confronti o che ci conduca, con i suoi tweet, nel bel mezzo di una guerra politica o commerciale che mini la fiducia economica. Riteniamo, tuttavia, che il suo istinto negli affari alla fine prevarrà e che le sue azioni compenseranno le sue parole. Siamo anche convinti che la fiducia delle imprese, una volta innescata, richiederà più di 140 caratteri per estinguersi. Pertanto, nonostante la trama si infittisca e i personaggi a volte ci confondano, crediamo che la storia possa proseguire.

Appuntamento al prossimo episodio.



Adam Schor, CFA
Responsabile delle Strategie azionarie globali

Carmel Wellso
Responsabile della Ricerca

Riteniamo che le quotazioni del greggio oscilleranno tra i $50 e i $70 al barile nel breve termine.

Opportunità e tendenze

- Riteniamo che la decisione dell'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio (OPEC) e dei paesi non-OPEC di ridurre considerevolmente la produzione nel primo semestre di quest'anno abbia cominciato a ricondurre il mercato del petrolio verso livelli di equilibrio. Di conseguenza, è probabile che le quotazioni del greggio oscillino tra i $50 e i $70 al barile nel breve termine e potenzialmente anche di più.
- Il settore ha reagito al calo dei prezzi del petrolio riducendo drasticamente gli impianti e le spese in conto capitale (Capex), insieme ad altri costi. Oggi diverse imprese hanno messo in atto delle strategie che permettono loro di muoversi in un mondo in cui il greggio è venduto intorno a $50 al barile. Se i prezzi supereranno tali valori, i profitti e i flussi di cassa si gonfieranno subito, seguiti a breve da un aumento della produzione.
- La nuova amministrazione è già stata positiva per l'industria petrolifera, in quanto ha accelerato i progetti sugli oleodotti, che contribuiranno ad alleviare i problemi di distribuzione attualmente esistenti tra i centri di produzione e quelli di domanda. Ci attendiamo che questo possa essere una costante nei prossimi quattro anni.

Rischi e ostacoli

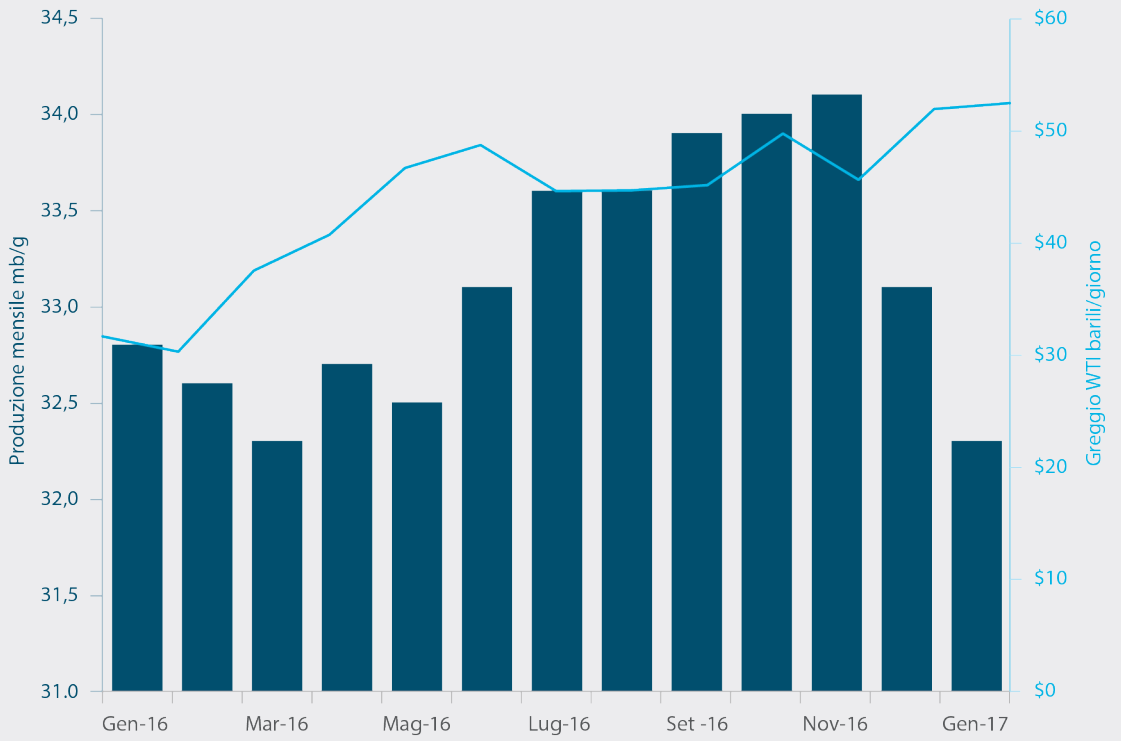
- I tagli alla produzione potrebbero non essere rispettati. L'OPEC non può costringere a far rispettare le quote e i membri del cartello hanno alle spalle dei precedenti di mancato rispetto dei tagli alla produzione. Inoltre, se il prezzo del petrolio dovesse iniziare a salire, alcuni paesi non appartenenti all'OPEC potrebbero essere tentati di intervenire e colmare la lacuna. In questo caso i prezzi del petrolio sarebbero mantenuti di fatto sotto controllo.
- Gli operatori inefficienti possono costituire un freno all'evoluzione dei prezzi del petrolio. Tra gli operatori del settore del petrolio di scisto statunitense, non tutte le società applicano una disciplina finanziaria. Ne consegue che persino senza un utile sugli investimenti soddisfacente, alcuni operatori potrebbero voler aumentare le trivellazioni e incrementare l'offerta.
- Un rialzo dei prezzi del greggio è vantaggioso per le società di servizi all'industria petrolifera, ma il mercato rimane ancora molto concorrenziale. Molte imprese di questo segmento stanno operando attorno a margini di breakeven, o stentano a raggiungerli, cosa insostenibile. I finanziamenti a basso costo hanno permesso ad alcune società di mettersi al riparo, ma è necessario che l'attività di esplorazione e produzione (E&P) aumenti affinché le prospettive degli erogatori di servizi migliorino.

Conseguenze per gli investimenti

- Con il ritorno dell'equilibrio sui mercati nordamericani, crediamo che le grandi società di servizi godano di maggiori vantaggi rispetto alle piccole imprese. Tali società hanno avuto la forza finanziaria di mantenere i Capex durante la correzione e ciò ora permette loro di fornire prodotti e servizi rapidamente e rispondere alle esigenze delle imprese upstream.
- Preferiamo le società nell'E&P rispetto alle grandi società integrate. La natura difensiva delle società integrate riduce la probabilità che possano beneficiare di un rialzo dei prezzi del petrolio.
- Gli operatori midstream appaiono ben posizionati nello scenario corrente. Should Se il settore statunitense del petrolio di scisto dovesse incrementare la produzione in reazione all'aumento dei prezzi del petrolio, gli operatori midstream trarranno beneficio da volumi più elevati.

I rubinetti del petrolio si restringono

Produzione totale di greggio OPEC



L'OPEC sta tenendo fede al suo impegno di tagliare la produzione nel primo semestre del 2017, ma non si sa quanto durerà.

Note: I prezzi del petrolio sono una media non ponderata dei prezzi giornalieri registrati ogni mese.
Fonte: Bloomberg, U.S. Energy Information Administration. Dati al 31/1/2017.

FINANZIARI

La deregolamentazione e il rialzo dei tassi d'interesse potrebbero dare un forte impulso agli utili bancari.

Opportunità e tendenze

- Una retromarcia regolamentare, se l'amministrazione Trump dovesse portarla avanti, potrebbe allentare i vincoli sul capitale imposti alle banche e agevolare l'attività di finanziamento. Che, in cambio, metterebbe il turbo alla crescita degli utili bancari. Anche i requisiti di riserve di capitale d'oltreoceano potrebbero essere mitigati, il che si tradurrebbe in un significativo beneficio per le banche europee e giapponesi.
- Diverse aziende sono ben posizionate per beneficiare del rialzo dei tassi della Federal Reserve (Fed). Il lungo periodo di tassi d'interesse bassi ha penalizzato gli utili delle banche e degli altri intermediari finanziari. Questo vento contrario potrebbe trasformarsi in un vento a favore se la Fed aumenterà il proprio tasso di riferimento nel 2017, come i mercati si attendono.
- I provider di dati, analisi e servizi tecnologici alle imprese finanziarie rappresentano un'area di crescita sempre più interessante. La domanda di questi servizi proviene da un'ampia gamma di attività, tra cui il trading, l'esecuzione, la costruzione di indici, la gestione dei rischi, i pagamenti e i programmi di fidelizzazione.

Rischi e ostacoli

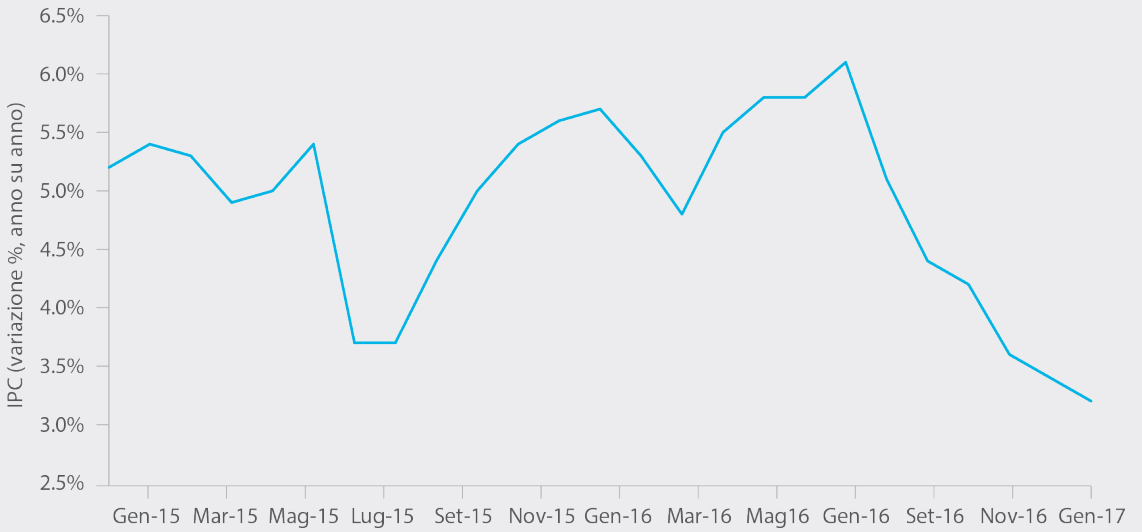
- I rischi politici legati al populismo in tutto il continente europeo continuano a far parte delle considerazioni principali, con le imminenti elezioni che si terranno nel corso dell'anno in Germania, Francia, Paesi Bassi e, forse, Italia. Nel frattempo, nel Regno Unito, il Primo Ministro Theresa May ha manifestato la sua preferenza per una "hard" Brexit, ma i dettagli di un tal tipo di accordo sono tutt'altro che certi. Occorrerà inoltre del tempo per definire un nuovo sistema di passaporto per le imprese finanziarie situate nel Regno Unito operanti principalmente nell'Unione europea (UE).
- Le prospettive per l'economia statunitense sono diventate più positive ma dipendono, in parte, da politiche di governo ancora sconosciute. Inoltre, data la lenta crescita economica in Europa e Giappone, la Banca centrale europea (BCE) e la Bank of Japan (BOJ) rimanderanno probabilmente l' aumento dei rispettivi tassi di riferimento, sebbene i tassi di interesse a termine e i prezzi delle azioni possano anticipare la normalizzazione dei tassi guidata dagli Stati Uniti.
- In Cina gli obiettivi di crescita del PIL sono sempre più dipendenti da un'espansione improduttiva del credito. Stimiamo che il rapporto credito/PIL supererà il 300% in pochi anni, sollevando la questione della sostenibilità dell'indebitamento in Cina, in particolare poiché le banche non stanno generando sufficiente capitale organicamente e le riserve di valuta estera stanno diminuendo (nonostante il governo abbia recentemente aumentato gli sforzi per arginare i deflussi di capitale). Ciò potrebbe provocare delle pressioni al ribasso sulla valuta nazionale, lo yuan.

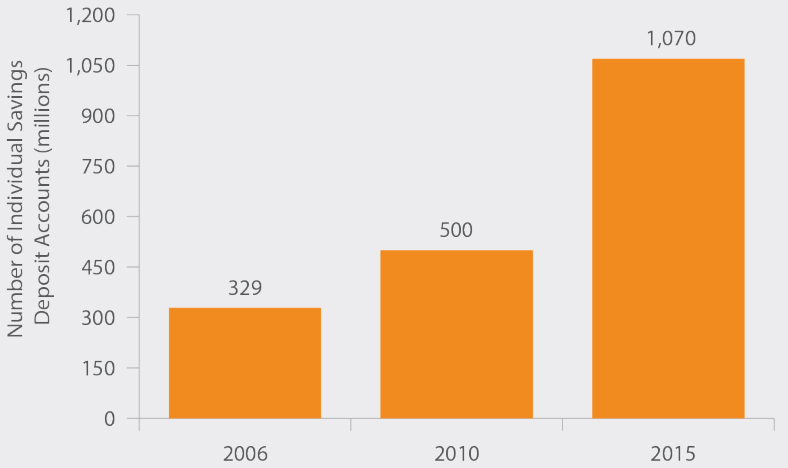
Conseguenze per gli investimenti

- Apprezziamo le banche che beneficeranno del rialzo dei tassi ma che hanno anche solidi team manageriali, rendimenti elevati o in fase di miglioramento e i cui flussi di entrate potrebbero registrare un'accelerazione della crescita. Esempi di tali flussi di entrate includono commissioni provenienti da gestione patrimoniale, pagamenti, attività di investment banking e trading.
- Continuiamo ad apprezzare le azioni finanziarie esposte a opportunità di crescita strutturale. Le compagnie assicuratrici asiatiche sono in buona posizione per beneficiare della crescita della classe media nella regione e del desiderio dei consumatori di questi paesi di proteggere nuovi guadagni. Nel frattempo, in India, l'innalzamento del livello di penetrazione finanziaria e un'inflazione contenuta supportano la nostra posizione costruttiva sui finanziari del paese.
- La transizione in corso verso i pagamenti elettronici resta, a nostro avviso, una delle aree più interessanti nel settore finanziario. I vincitori di questo settore saranno le imprese che avranno adottato modelli di business che continuano a offrire ai clienti prodotti a valore aggiunto lungo l'intero ciclo economico.

La solida economia indiana

Indice combinato dei prezzi al consumo (IPC) e inclusione finanziaria, India





La bassa inflazione e il crescente accesso ai servizi bancari dei consumatori hanno reso il settore finanziario indiano interessante.

Fonte: Bloomberg, Reserve Bank of India. Data as of 1/31/2017

La realtà virtuale e la realtà aumentata, l'Internet delle cose (IoT), e le auto senza conducente sono nuove aree di crescita.

Opportunità e tendenze

> La transizione verso il cloud sta accelerando. Le società stanno sempre più trasferendo i loro workload da server fisici a cloud, e sviluppando programmi come Software as a Service (SaaS). Questo si traduce in impressionanti tassi di crescita per i leader del settore. La stessa dinamica ha tuttavia messo sotto pressione le società di software e hardware tradizionali.

> Il settore dei semiconduttori offre nuove opportunità per la crescita. La realtà virtuale e la realtà aumentata, l'Internet delle cose (IoT) e le auto senza conducente, tra le altre tecnologie, richiedono una gran quantità di soluzioni innovative. Pertanto, nonostante il declino di smartphone, tablet e PC, settori come la sanità, quello industriale e quello energetico, che sono agli albori nell'adozione di tecnologie avanzate, guideranno la crescita dei semiconduttori.

> Insieme all'IoT, l'intelligenza artificiale (AI) e il machine learning stanno creando opportunità di spingere l'applicazione dell'informatica ad alte prestazioni, attraverso le reti, a una miriade di dispositivi connessi. Questa combinazione di AI e incremento dei dispositivi connessi aiuterà anche il mercato dei semiconduttori nella crescita.

Rischi e ostacoli

> Il contesto normativo potrebbe subire delle modifiche. Crescenti segnali di tensioni politiche in tutto il mondo aumentano la possibilità di un maggiore controllo normativo sulle imprese tecnologiche. Le aree principalmente interessate potrebbero essere il commercio, l'impiego e Internet.

> L'automazione creerà probabilmente altrettante nuove opportunità di lavoro rispetto ai posti di lavoro che verranno eliminati. Le nuove tecnologie possono essere positive per la società nel suo complesso (ad esempio, trasporti più sicuri grazie ai veicoli senza conducente), ma possono anche provocare il licenziamento di lavoratori (ad esempio, i conducenti operanti sulle lunghe distanze). L'opinione potrebbe rivoltarsi contro le più grandi società tecnologiche che promuovono queste innovazioni.

> I rischi per le legacy tecnologiche sono sottovalutati. Gli investitori continuano a detenere azioni di società legacy per il loro elevato tasso di rendimento e per la posizione ancora dominante negli indici del mercato. Eppure, spesso gli investitori non sono consapevoli dei rischi che i loro modelli di business sottostanti stanno correndo. Questo è particolarmente vero per le società di software e hardware che hanno sottovalutato la minaccia del cloud.

Conseguenze per gli investimenti

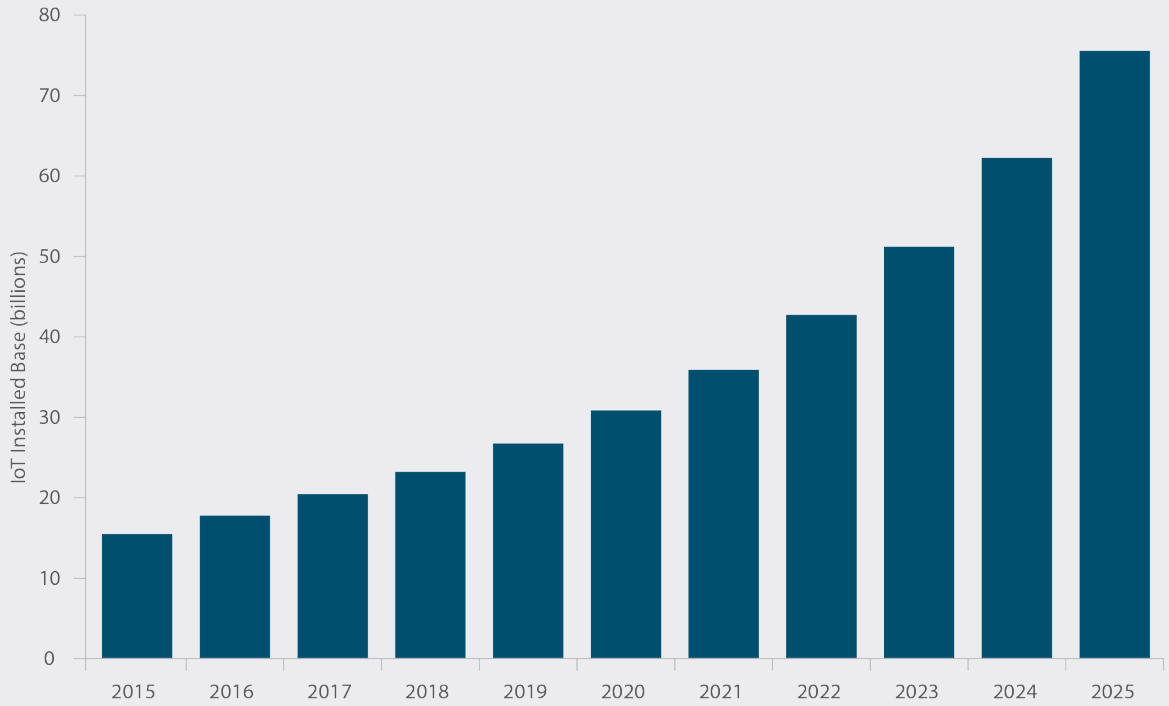
> Continuiamo ad evitare grandi società legacy di cui mettiamo seriamente in discussione l'attuale modello di business. La volatilità del 2016 ci ha permesso di riposizionare i nostri portafogli verso titoli a maggiore crescita, che preferiamo.

> Rileviamo opportunità in alcuni segmenti del settore dei semiconduttori. Mentre gli smartphone occupano le prime pagine, altri segmenti presentano una crescita più interessante, poiché si trovano all'inizio del ciclo di vita dell'adozione dei software.

> Nonostante ci attendiamo che i nostri investimenti tecnologici rappresentino posizioni significative per diversi anni a venire, è pur vero che il mercato azionario sta toccando nuove vette storiche. Pertanto, come sempre, costruiamo il nostro portafoglio con un occhio a un bilanciamento tra società con buona capacità di tenuta e società che offrono opzionalità, ossia quelle che possono adattarsi a condizioni di mercato mutevoli e hanno il potenziale di conseguire payoff significativi a fronte di nuovi investimenti.

La crescita dell'Internet delle cose (IoT)

Numero di dispositivi connessi a internet nel mondo, stima



Ci si attende che l'IoT sia un trend dominante negli anni a venire.

Fonte: IHS Technology

Il settore dei prodotti al consumo si sta biforcando significativamente tra vincitori e perdenti..

Opportunità e tendenze

- Sebbene il settore retail abbia molteplici difficoltà secolari da affrontare, siamo incoraggiati dalle iniziative proattive delle società. Alcuni team manageriali astuti stanno affrontando di petto queste difficoltà, allineando le scorte al minor incremento delle vendite, gestendo con cura le spese e lavorando per migliorare il marketing digitale in modo da raggiungere con maggiore efficacia la giusta clientela.
- L'e-commerce continua a sconvolgere i business model tradizionali, ma alcune società stanno facendo leva sulle nuove tecnologie per rispondere alle esigenze sempre diverse dei consumatori. La possibilità di effettuare un ordine e di pagare da dispositivi mobili, così come quella di comprare online e di ritirare il prodotto presso i punti vendita, stanno permettendo ai tradizionali negozi fisici di mantenere i livelli di vendita e di rimanere sulla cresta dell'onda

Rischi e ostacoli

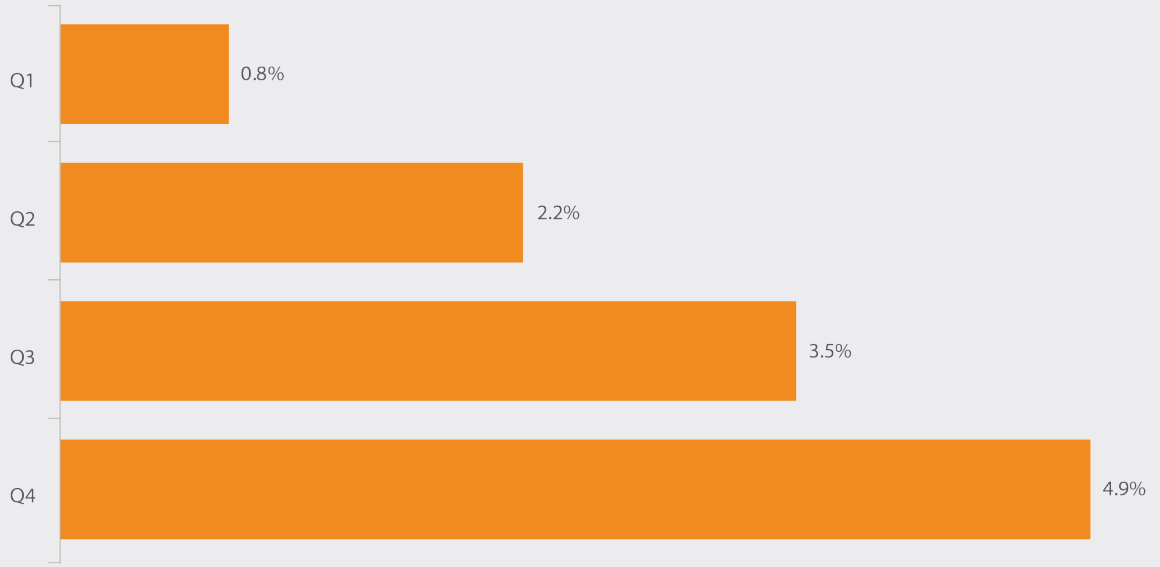
- I livelli di spesa in prodotti al consumo si mantengono stabili, ma il settore si sta biforcando significativamente tra vincitori e perdenti, in quanto i consumatori stanno spostando le loro spese dai consumi discrezionali verso i settori delle esperienze e dei servizi, e sul canale e-commerce a discapito dei negozi fisici tradizionali.
- L'e-commerce sta entrando anche nei negozi che vendono consumi di base. L'anno scorso, ad esempio, Amazon ha lanciato un negozio fisico a Seattle dove i clienti possono fare la spesa di persona ma pagare in maniera digitale, senza fare la coda.
- Molti ristoranti hanno registrato un calo delle presenze, in parte dovuto al calo nei prezzi dei beni alimentari, che rende per i consumatori più conveniente cenare a casa propria. Inoltre, i ristoranti affrontano ulteriori ostacoli, quali costi del lavoro più elevati e un mercato competitivo con minori barriere all'ingresso.
- La potenziale riforma fiscale potrebbe far aumentare i costi di alcuni venditori al dettaglio. Lo speaker della Camera Paul Ryan ha chiesto che venga approvato un sistema fiscale per le imprese basato sulla destinazione, che sarebbe negativo per i rivenditori che vendono merci importate negli Stati Uniti. Sebbene l'attuazione di una tale riforma sia lungi dall'essere certa, è qualcosa che seguiremo da vicino sotto un'amministrazione repubblicana.

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 società in cui investiamo vendono prodotti che richiedono una consulenza o che sono troppo grandi per essere spediti.
- Apprezziamo anche i distributori di prodotti alimentari, tra i cui clienti ci sono ospedali, università e palazzetti dello sport. I distributori hanno dei modelli di business sostenibili e operano in un mercato molto frammentato, creando opportunità di acquisizioni e di incremento della quota di mercato.
- Tra i consumi di base, rileviamo notevoli opportunità nei prodotti per fumatori a basso tenore di nicotina. La diffusione delle sigarette elettroniche ha registrato una nuova accelerazione negli USA, e la tecnologia "heat-not-burn" si sta diffondendo rapidamente nei mercati giapponesi ed europei. Il miglioramento delle tecnologie di prossima generazione sta aumentando il tasso di conversione dalle sigarette tradizionali.

Decollano i prodotti "heat-not-burn"

Quota di mercato HeatSticks Marlboro in Giappone, 2016



I prodotti a basso contenuto di nicotina stanno aumentando la propria popolarità oltreoceano.

Notes: Market share for HeatSticks is defined as the total sales volume for HeatSticks as a percentage of the total estimated sales volume for cigarettes andHeatSticks.

Fonte: Philip Morris International, Tobacco Institute of Japan

SANITÀ

Nel settore sanitario, prosegue la transizione dal compenso a fronte della prestazione di un servizio al pagamento commisurato al valore offerto.

Opportunità e tendenze

- La presidenza di Donald Trump potenzialmente avrà molto impatto sul settore. Le aziende del settore della sanità focalizzate sul mercato statunitense potrebbero beneficiare di una minore imposizione fiscale e ciò farebbe crescere notevolmente gli utili sul lungo termine. Aziende con importanti controllate straniere e una quota importante di utili realizzati all'estero, potrebbero essere pronte a rimpatriare liquidità a condizioni più favorevoli e veicolare un ulteriore consolidamento del settore.
- Persino prima dell'elezione di Trump, le operazioni societarie erano in ripresa, trainate in parte da valutazioni interessanti. Il basso livello dei corsi azionari si è tradotto in premi importanti, un trend che riteniamo sia destinato a proseguire. Le società di biotecnologia e tecnologia medicale, in particolare, hanno registrato prezzi interessanti.
- Le società farmaceutiche stanno correggendo i loro portafogli per tenere conto dell'interesse crescente per il valore, e non solamente per la sicurezza e l'efficacia. Di conseguenza, stiamo assistendo ad un livello sostenuto ed elevato dell'attività di licensing, in particolare in aree quali l'oncologia, l'immunologia e le patologie rare. Riteniamo che questo processo di razionalizzazione dei portafogli contribuirà a trainare il settore biotech in difficoltà, offrendo alle società l'opportunità di perseguire alternative di finanziamento non diluitive, e di massimizzare il valore dei loro portafogli.
- Le approvazioni della Food and Drug Administration (FDA) sono state numerose negli ultimi anni e dimostrano l'impegno delle aziende nel creare crescita attraverso l'innovazione. La rapidità delle approvazioni è la caratteristica della accresciuta efficacia di molte nuove terapie e della loro capacità di rispondere a nuove ed importanti esigenze mediche, o a condizioni mediche gravi che non dispongono o quasi di trattamenti efficaci.

Rischi e ostacoli

- La nuova amministrazione ha generato incertezza nel breve termine. Sebbene la retorica della campagna elettorale si focalizzasse sull'"abrogazione e la sostituzione" dell'Affordable Care Act (ACA), siamo convinti che il Congresso procederà lentamente durante la fase di sostituzione, concedendo un tempo sufficiente per la transizione. Le borse "sanitarie", ad esempio, potrebbero continuare a esistere per un periodo, e i leader del Congresso hanno segnalato la loro intenzione di modificare il meccanismo di ampliamento di Medicaid, piuttosto che abrogarlo.
- Le recentie reazioni contro i prezzi dei farmaci, insieme all'adozione di piani deducibili più elevati, rappresentano un possibile ostacolo al prezzo che le società farmaceutiche possono richiedere. Anche nel caso in cui un Congresso a guida repubblicana portasse nuovi metodi per migliorare la sostenibilità, ci attendiamo che i contribuenti continuino a opporsi ad un aumento dei prezzi dei farmaci. A meno che i nuovi farmaci non dimostrino al contempo di offrire importanti benefici per i pazienti e di generare valore per il sistema, la copertura potrebbe diventare più restrittiva.

Conseguenze per gli investimenti

- La transizione da un sistema di pagamento di una commissione per il servizio a uno basato sul valore dovrebbe continuare e ciò rappresenta un cambiamento epocale per il settore. Ci attendiamo che queste riforme generino un clima in cui sia possibile realizzare la vera innovazione nella sanità. Le principali beneficiarie saranno le società che creeranno i prodotti e i servizi più efficienti.
- Ci manteniamo cauti nella selezione di aziende farmaceutiche specializzate. Le attività di fusione e acquisizione hanno accresciuto i livelli di indebitamento in bilancio. Contemporaneamente, le pressioni esterne hanno intaccato un modello di business che si basava su cospicui aumenti dei prezzi.
- Le modalità con cui si realizzeranno le riforme determineranno se le imprese di assistenza sanitaria trarranno vantaggio dall'offerta di piani flessibili ai clienti in cerca di una vasta gamma di opzioni di copertura. Continuiamo a essere ottimisti sul fatto che, a tal proposito, un periodo di intensa deregolamentazione si stia avviando.
- Se la riforma fiscale dovesse innescare il rimpatrio degli utili realizzati all'estero, le imprese innovatrici del settore della biotecnologia che si dedicano a importanti esigenze mediche non soddisfatte potrebbero diventare obiettivi di acquisto interessanti.

Le novità del settore sanitario

Le principali tendenze che si delineano nel settore farmaceutico e delle tecnologie mediche

Esigenze mediche non soddisfatte

Le esigenze mediche non soddisfatte stimolano l'innovazione.

Consumi sanitari globali

CLe malattie croniche, e la classe media crescente dei paesi emergenti, trainano la domanda di cure mediche

Esplosione di informazioni

La proliferazione di dati e strumenti aiuta a migliorare i risultati e riduce i costi.

Contenimento dei costi

L'incremento nei consumi sanitari rende imperativa la riduzione dei costi.

Il contenimento dei costi e le esigenze mediche non soddisfatte sono le aree di crescita delle società farmaceutiche e di tecnologie mediche

Fonte: L.E.K. Consulting

INDUSTRIALI + MATERIALI

Una crescita economica più rapida migliorerà il contesto di redditività per le aziende industriali.

Opportunità e tendenze

> Le società industriali con cicli più brevi saranno probabilmente le dirette beneficiarie delle politiche dell'amministrazione Trump. Crediamo che la Casa Bianca si focalizzerà sui progetti infrastrutturali, che potrebbero ottenere un appoggio bipartisan. Tale iniziativa, congiuntamente ad altre orientate alla crescita, dovrebbe migliorare il contesto degli utili per le aziende industriali, incluse quelle il cui mercato finale è legato ai consumatori statunitensi.

> La possibilità di un aumento dei rischi geopolitici e una politica internazionale più aggressiva possono migliorare le prospettive delle industrie fornitrici del settore della difesa. Le società che forniscono impianti ai produttori di idrocarburi potrebbero trarre vantaggio dall'aumento della produzione di energia domestica. La riduzione delle imposte alle imprese andrebbe a vantaggio dell'intero settore stimolando maggiori spese in conto capitale (Capex).

> La riduzione degli ostacoli al rimpatrio degli utili realizzati all'estero può alimentare un'ondata di consolidamento interno. Le società sono desiderose di identificare potenziali target per realizzare sinergie. Il rialzo dei tassi di interesse potrebbe inoltre dare una spinta a qualsiasi operazione i team manageriali abbiano intenzione di concludere.

Rischi e ostacoli

> L'esito delle elezioni di novembre, insieme ad altri accenni di populismo nel mondo intero, fa sorgere la questione dell'impegno a rispettare l'attuale ordine economico mondiale basato sul commercio da parte di diversi paesi. Temiamo che le prossime leggi possano comprimere il livello di integrazione internazionale, ma siamo convinti che l'attuale impostazione delle catene di distribuzione mondiali non dovrebbe essere in pericolo.

> Seguiamo con attenzione la traiettoria dell'economia cinese. Ci sono segnali di una stabilizzazione del settore industriale, trovatosi recentemente sotto pressione. Le vendite di automobili sono rimaste robuste e i principali indici PMI sono ritornati in territorio di crescita. Sul lungo periodo siamo convinti che la Cina abbia probabilmente raggiunto un punto di svolta nell'urbanizzazione, e man mano che la crescita si sposta verso i consumi, potrebbe evidenziare una maggiore ciclicità.

> Il settore industriale rimane esposto a un settore energetico in difficoltà, sebbene non ai livelli temuti da alcuni investitori. Inoltre, non possiamo dimenticare i recenti sviluppi, tra cui il taglio alla produzione avviato dall'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio (OPEC) quest'anno. Rimane da vedere se il cartello avrà il rigore per indurre i paesi a rispettare le quote. Se l'accordo verrà rispettato, la maggiore stabilità dei prezzi potrebbe spingere i team manageriali a prendere decisioni in materia di investimenti. Il nostro ottimismo non si limita alle aziende della fine della filiera, ma anche alle imprese che offrono prodotti e servizi alle società di esplorazione e produzione di petrolio.

> I cambi continuano ad essere un fattore dominante sulle prospettive di molte multinazionali. Stiamo osservando l'impatto della relazione tra il dollaro USA e l'euro, la sterlina britannica e lo yuan cinese. Data la composizione delle esportazioni statunitensi, consideriamo l'indebolimento dello yuan meno minaccioso di quello dell'euro. L'Europa rappresenta un vasto mercato per le multinazionali large cap statunitensi, e una sterlina e un euro più deboli possono penalizzare le vendite statunitensi nella regione.

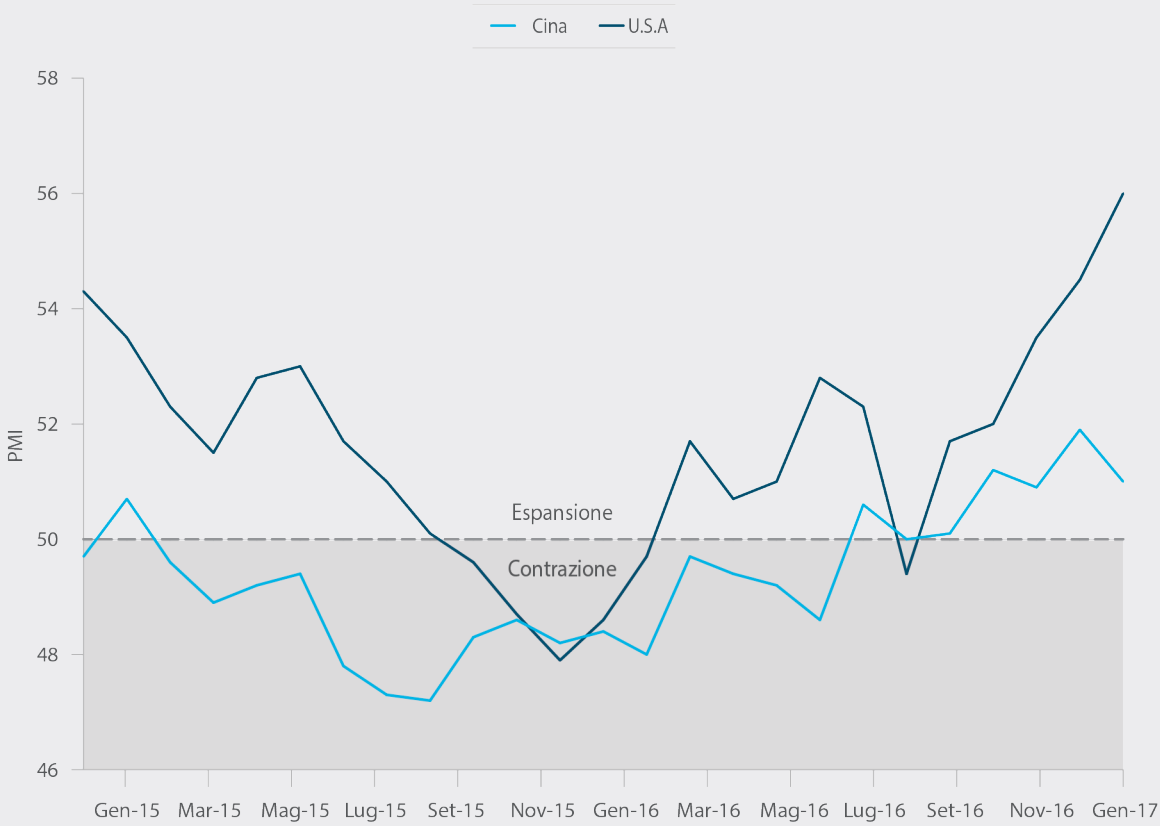
Conseguenze per gli investimenti

> Continuiamo a privilegiare gli elementi che determinano il valore a livello delle singole imprese, come i team manageriali con una storia di eccellente allocazione del capitale. Questi fattori tendono a generare sovraperformance a prescindere dal contesto economico. Piuttosto che realizzare investimenti su tutto il ciclo di business, siamo convinti che i rendimenti a lungo termine saranno determinati dall'individuazione delle società industriali più innovative.

> Investiamo in modo opportunistico in società in grado di dimostrare una netta inversione di tendenza e un miglioramento dell'attività. Le imprese interessate da operazioni di acquisizione potrebbero avere risorse aggiuntive per realizzare operazioni se si dovesse verificare un rimpatrio massiccio di utili esteri.

L'espansione manifatturiera

Indice PMI (Purchasing Managers' Index) manifatturiero cinese Caixin e Indice PMI dell'Institute for Supply Management - rilevazioni mensili



Sia in Cina che negli Stati Uniti il settore manifatturiero si trova in territorio di crescita.

Fonte: Bloomberg. Data as of 1/31/2017

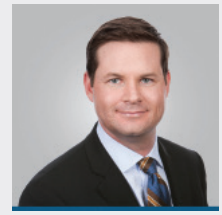
PRINCIPI GUIDA DI JANUS RESEARCH

- 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.

LEADER DEI TEAM SETTORIALI GLOBALI DI JANUS

BENI DI CONSUMO
Josh Cummings, CFA

ENERGIA + SERVIZI PUBBLICI
Noah Barrett, CFA

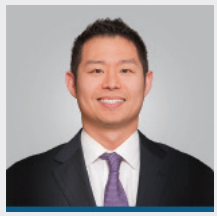


ENERGIA + SERVIZI PUBBLICI
Kris Kelley, CFA

FINANZIARI
John Jordan

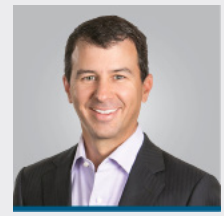
SANITÀ
Andy Acker, CFA

SANITÀ
Ethan Lovell



INDUSTRIALI + MATERIALI
David Chung, CFA

TECNOLOGIA
Denny Fish



TECNOLOGIA
Brinton Johns

This page was intentionally left blank.

This page was intentionally left blank.

Note to All Readers: FOR INFORMATIONAL PURPOSES ONLY. This material does not constitute and should not be construed as investment, legal or tax advice or a recommendation, solicitation or opinion regarding the merits of any investments. Nothing in the material shall be deemed to be a direct or indirect provision of investment management services or an offer for securities by Janus Capital Group and its subsidiaries ("Janus") and is not considered specific to any client requirements. Anything non-factual in nature is an opinion of the author(s), and opinions are meant as an illustration of broader themes, are not an indication of trading intent, and are subject to change at any time due to changes in market or economic conditions. Janus is not responsible for any unlawful distribution of this material to any third parties, in whole or in part, or for information reconstructed from this material and do not guarantee that the information supplied is accurate, complete, or timely, or make any warranties with regards to the results obtained from its use. It is not intended to indicate or imply that current or past results are indicative of future profitability or expectations. As with all investments, there are inherent risks that need to be addressed.

The distribution of this material or the information contained in it may be restricted by law and may not be used in any jurisdiction or any circumstances in which its use would be unlawful. This presentation is being provided on a confidential basis solely for the information of those persons to whom it is given. Should the intermediary wish to pass on this material or the information contained in it to any third party, it is the responsibility of the intermediary to investigate the extent to which this is permissible under relevant law, and to comply with all such law.

Note to Hong Kong, Taiwan and Singapore Readers: Issued in: (a) Taiwan R.O.C independently operated by Janus Capital Taiwan Limited, licensed and regulated by the Financial Supervisory Commission R.O.C, (b) Hong Kong by Janus Capital Asia Limited, licensed and regulated by the Securities and Futures Commission of Hong Kong, and (c) Singapore by Janus Capital Singapore Pte. Limited (Company Registration No. 200617443N), which is regulated by the Monetary Authority of Singapore. In Singapore, only available to accredited and institutional investors as defined under section 4A of the Securities and Futures Act (Cap.289), and may not otherwise be distributed in Singapore.

Note to Australia and New Zealand Readers: Issued by Janus Capital Asia Limited (ARBN 122 997 317), which is incorporated in Hong Kong, is exempt from the requirement to hold an Australian financial services license and is licensed and regulated by the Securities and Futures Commission of Hong Kong under Hong Kong laws which differ from Australian laws. In New Zealand, this document may only be distributed to 'wholesale investors' within the meaning of the Financial Markets Conduct Act 2013. This includes (i) selected institutional clients whose primary business is the investment of money, or (ii) persons who meet the prescribed investment activity criteria or who exceed certain prescribed asset and turnover thresholds, or (iii) a person who has completed a prescribed certificate attesting as to their experience in buying or selling investment products, or (iv) investors who invest a minimum sum of NZ$ 750,000. This is not a registered prospectus or investment statement or product disclosure statement under New Zealand law and does not constitute an offer of securities to the public for the purposes of the Securities Act 1978 or a regulated offer under the Financial Markets Conduct Act 2013. It should not be copied or distributed to any other person in New Zealand. In Australia and New Zealand, for wholesale client use only.

In Australia, Janus Capital Management LLC, INTECH Investment Management LLC and Perkins Investment Management LLC are permitted to conduct financial services pursuant to an exemption from the need to hold an Australian financial services licence under the Australian Corporations Act 2001. Janus INTECH and Perkins are regulated by the Securities Exchange Commission of the U.S. under U.S. laws, which differ from Australian laws.

Note to China (PRC) Readers: Janus is not licensed, authorised or registered with the China Securities Regulatory Commission for investment management business or otherwise approved by any PRC regulatory authorities to provide investment management services in the PRC. This material has not been reviewed by or filed with any PRC regulatory bodies and the use of this material shall be limited to the extent permitted by applicable laws, regulations and relevant requirements. Nothing in this material shall be deemed or construed as providing investment management services by Janus in the PRC, nor shall it be will viewed as investment advice in relation to PRC capital markets, securities and mutual funds, which may require Janus to obtain or be subject to any approval, licensing, filing, registration, or other qualification requirements of the relevant Chinese regulatory authorities. This material is being provided on a confidential basis solely for the information of those persons to whom it is given.

Note to South Korea Readers: Issued by Janus Capital International Limited, authorised and regulated by the U.K. Financial Conduct Authority. In South Korea, only available to Qualified Professional Investors.

Note to Europe Readers: Issued in: (a) Europe by Janus Capital International Limited ("JCIL"), authorised and regulated in the U.K by the Financial Conduct Authority and; (b) Dubai by JCIL authorised and regulated by the Dubai Financial Services Authority as a Representative Office.

Note to Middle East Readers: JCIL is regulated by the Dubai Financial Services Authority as a Representative Office. JCIL is authorised and regulated by the U.K. Financial Conduct Authority. The contents of this presentation have not been approved by, licensed or registered with the Central Bank of Bahrain the Regulatory Authority of Botswana, Qatar Central Bank Saudi Arabian Capital Market Authority, UAE Central Bank, the Securities and Commodities Authority, the Kuwaiti Capital Markets Authority or any other relevant licensing authorities or governmental agencies in the Middle East. This presentation does not constitute a public offer of securities in the Sultanate of Oman as contemplated by the Commercial Companies Law of Oman Royal Decree 4/74) or the Capital Market Law of Oman (Royal Decree 80/98) or under Kazakhstani law. No transactions will be concluded in the Middle East and any enquiries should be made to JCIL.

Note to Africa Readers: JCIL is not authorised in South Africa for marketing. The contents of this presentation have not been approved by, licensed or registered with the Regulatory Authority of Botswana.

Note to Colombia Readers: JCIL's products and/or services may not be promoted or marketed in Colombia or to Colombian residents unless such promotion and marketing is made in compliance with Decree 2555 of 2010 and other applicable rules and regulations related to the promotion of foreign financial and/or securities-related products and/or services in Colombia or to Colombian residents. Neither JCIL nor any related person or entity has received authorisation or licensing from the Financial Superintendence of Colombia or any other governmental authority in Colombia to market or sell its products and/or services within Colombia or to Colombian residents.

Los productos y/o servicios de JCIL no podrán ser ofrecidos ni promocionados en Colombia o a residentes Colombianos a menos que dicha oferta y promoción se lleve a cabo en cumplimiento del Decreto 2555 de 2010 y las otras reglas y regulaciones aplicables en materia de promoción de productos y/o servicios financieros y /o del mercado de valores en Colombia o a residentes colombianos. Ni JCIL ni ninguna persona o entidad relacionada han recibido autorización o licencia por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia o cualquier otra autoridad en Colombia para ofrecer o vender sus productos y/o servicios en Colombia o a residentes colombianos.

Note to Canada Readers: In Canada, Janus Capital Institutional products and services are offered through Janus Capital Management LLC which is registered as an adviser in the category of portfolio manager and as a dealer in the category of exempt market dealer in each of the provinces of Alberta, British Columbia, Manitoba, Ontario and Quebec. In these provinces, these services are offered only to "Accredited Investors" as defined in National Instrument 45-106 and "Permitted Clients" as that term is defined in National Instrument 31-103.

Janus Capital Management LLC serves as investment adviser. Janus, INTECH and Perkins are registered trademarks of Janus International Holding LLC.© Janus International Holding LLC. For more information or to locate your country's Janus representative contact information, please visit www.janus.com.

Outside of U.S.: For institutional/ sophisticated investors / qualified distributors use only. Not for public viewing or distribution.

C-0317-7981 03-15-18

588-15-46230 03-17