

ESTATE 2016

---

GLOBAL  
OUTLOOK

---



JANUS CAPITAL®  
Group

# Alla scoperta delle difficoltà e delle opportunità del settore metallurgico e minerario

THOUGHTS AND BONDS: PROSPETTIVE MACRO DAL TEAM FUNDAMENTAL FIXED INCOME DI JANUS

# Prospettive macro basate sui fondamentali

Da oltre 25 anni la ricerca fondamentale indipendente è al centro del processo di investimento di Janus sul mercato del reddito fisso. Mentre diversi competitor si affidano alle statistiche governative per sviluppare una visione top-down, noi ci concentriamo innanzitutto sull'analisi fondamentale di società, emittenti e titoli. Siamo convinti che questo approccio ci contraddistingua dalla concorrenza e da altri fornitori di dati macroeconomici. La nostra visione complessiva di tipo bottom-up guida il processo decisionale a livello macro, permettendoci di prendere migliori decisioni riguardo all'allocazione del rischio e i settori.

Ogni trimestre pubblichiamo il nostro rapporto Global Outlook e forniamo approfondimenti sulle nuove opportunità di investimento e sui rischi emergenti.

---

## A PROPOSITO DI JANUS FUNDAMENTAL FIXED INCOME

---

- ▶ Oltre 25 anni di esperienza incentrata su rendimenti ponderati al rischio e conservazione del capitale
- ▶ Ricerca azionaria e obbligazionaria integrata
- ▶ Quantum Global: sistema proprietario di ricerca di investimenti e gestione del rischio
- ▶ Team basati a Denver e Londra operanti in maniera altamente collaborativa e congiunta
- ▶ 35 professionisti degli investimenti sul mercato del reddito fisso
- ▶ 36,5 mld di USD di attivi in gestione al 30/06/2016

I pareri espressi dagli autori sono aggiornati a luglio 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.

---

“I nostri analisti del settore metallurgico e minerario si concentrano su quelle che riteniamo le società più difensive, con asset di altissimo livello, impegnate nella protezione dei propri bilanci e le cui attività sono in grado di prosperare in contesti di prezzi variabili delle materie prime.”

---



DARRELL WATTERS  
RESPONSABILE  
FUNDAMENTAL FIXED INCOME



CHRIS DIAZ, CFA  
RESPONSABILE FUNDAMENTAL  
FIXED INCOME MONDO



JOHN LLOYD  
RESPONSABILE ANALISI DEL  
CREDITO E GESTORE



WILL PALAMET  
JR. ANALISTA REDDITO FISSO

## La parola al nostro team Fundamental Fixed Income

Agli inizi del secondo semestre del 2016 i mercati del reddito fisso hanno affrontato diverse delle sfide che avevamo annunciato negli ultimi trimestri, oltre che una serie di nuove difficoltà. Le politiche divergenti delle banche centrali e i tassi di interesse negativi all'estero hanno continuato a generare volatilità e incertezza macroeconomica. Su tutte vi è la decisione del Regno Unito di uscire dall'Unione europea (UE) e le conseguenti incertezze riguardanti il futuro di quest'area. L'impatto che tale scelta avrà sull'andamento economico mondiale desta preoccupazioni, in modo particolare alla luce della già letargica crescita del prodotto interno lordo (PIL).

La ricerca di sicurezza da parte degli investitori in questi tempi di volatilità ha spinto i rendimenti dei titoli di Stato verso nuovi minimi e in alcuni paesi in territorio negativo. Questa tendenza tecnica rafforza la domanda di asset statunitensi sebbene, a nostro avviso, le valutazioni nel mercato del credito societario degli Stati Uniti rimangono basse. L'indebitamento delle aziende per finanziare il numero record di fusioni e acquisizioni (M&A) avvenute nel 2015 e l'annuncio di diverse ingenti operazioni di leveraged buyout quest'anno indicano che ci troviamo nella fase finale del ciclo del credito.

Il rallentamento della crescita mondiale, il deterioramento dei bilanci e il rafforzamento del dollaro USA si sono tradotti in episodi di

volatilità nel settore metallurgico e minerario durante l'anno. Tuttavia, da metà febbraio gli attivi a reddito fisso del settore hanno registrato notevoli riduzioni degli spread in un contesto di rally del beta e di ricerca di rendimento da parte degli investitori. I dati positivi relativi alla domanda cinese – riconducibili principalmente a un periodo di stimolo di espansione del credito – e la razionalizzazione moderata dell'offerta del paese hanno contribuito alla ripresa del settore.

Nonostante ciò, i timori iniziali alla base del rallentamento del settore metallurgico e minerario persistono e le nostre previsioni restano caute. I nostri analisti del settore metallurgico e minerario si concentrano su quelle che riteniamo le società più difensive, con asset di altissimo livello, impegnate nella protezione dei propri bilanci e le cui attività sono in grado di prosperare in contesti di prezzi variabili delle materie prime. Nel complesso la nostra visione di lungo termine basata sui fondamentali indica che il settore continuerà a risentire dell'eccesso di offerta, del rallentamento della crescita globale e dell'imminente riduzione della domanda cinese che difficilmente potrà essere rimpiazzata. Tuttavia, alcuni metalli offrono segnali incoraggianti e siamo convinti che il nostro approccio rigoroso verrà ricompensato in questi mercati volatili.

## ! PUNTI CHIAVE

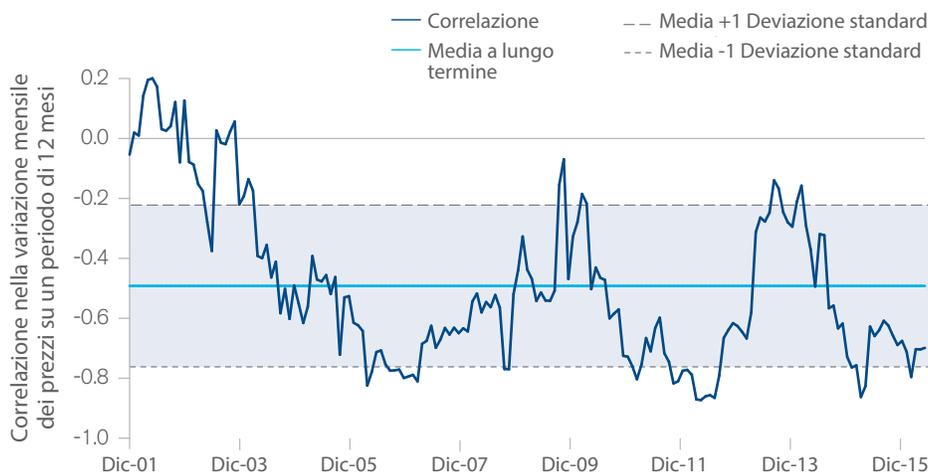
- L'offerta cinese di prodotti sovvenzionati insieme al rallentamento della domanda proveniente dal paese e all'apprezzamento del dollaro USA hanno contribuito al crollo del settore metallurgico e minerario verso metà febbraio.
- Sebbene il recente rally, di bassa qualità, abbia visto gli investitori riversarsi in massa verso il settore in recupero, le nostre analisi societarie indicano che le cause della flessione persistono.
- Abbiamo individuato delle opportunità in società legate ad alcuni metalli e in grado di operare e sopravvivere in contesti di prezzi variabili delle materie, tuttavia, nel complesso, siamo convinti che la prudenza sia d'obbligo.

## La ricerca dell'equilibrio

Il superciclo delle materie prime era cominciato agli inizi degli anni 2000 quando l'aumento della domanda cinese trainò l'offerta di materie prime per circa 10 anni. I prezzi dei metalli salirono alle stelle mentre il credito a basso costo permise alle imprese minerarie di aumentare le spese di investimento per costruire nuove miniere e soddisfare la domanda esplosiva, provocando un picco del superciclo tra il 2009 e il 2013. Durante questo periodo vennero aperte nuove miniere anche in Cina, diverse delle quali sovvenzionate dal governo. Questo nuovo paradigma dell'offerta si scontrò con un rallentamento inatteso della domanda cinese che colse di sorpresa molti investitori nella seconda metà del 2014. Allo stesso tempo, le aspettative di un rialzo dei tassi negli Stati Uniti contribuirono a rafforzare il dollaro, accrescendo la volatilità delle materie prime.

### Metalli industriali<sup>1</sup> & dollaro USA<sup>2</sup>: una relazione inversamente proporzionale

Nel periodo post-crisi finanziaria i mercati hanno registrato due episodi di correlazione negativa superiore alla media tra i metalli industriali e il dollaro USA. (31/12/01 – 30/06/16)



<sup>1</sup> UBS Bloomberg SPGSCI Constant Maturity Industrial Metals Total Return

<sup>2</sup> U.S. Dollar Spot Index

Fonte: Bloomberg, Janus.

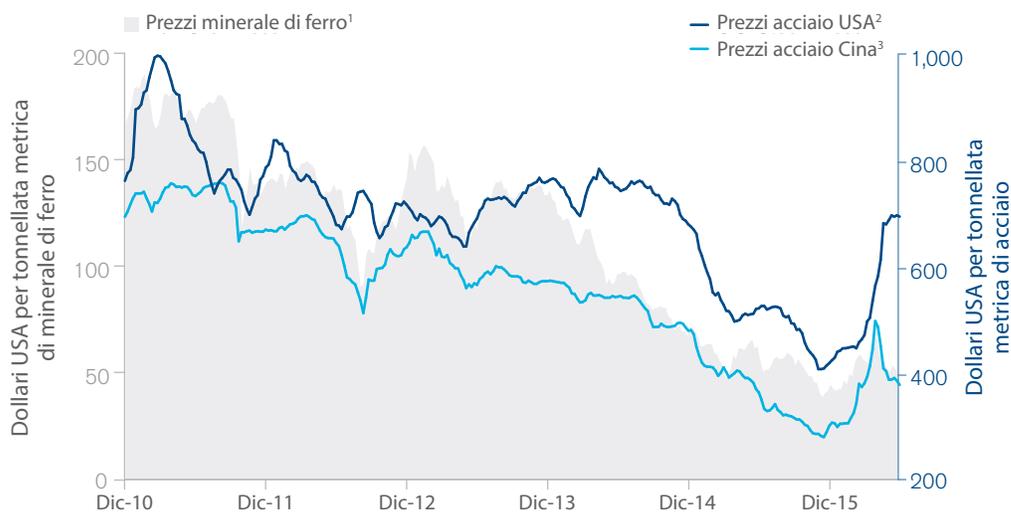
Le stesse problematiche sono persistite per tutto il 2015 e fino all'inizio del nuovo anno. Il vigoroso rafforzamento del dollaro ha spinto al ribasso le valute di diverse economie emergenti in cui operano le società minerarie e i costi locali più bassi hanno incentivato l'aumento della produzione. Le dinamiche della domanda e dell'offerta hanno continuato a deteriorarsi con l'indebolimento dei dati sulla domanda cinese. Quando, di conseguenza, i prezzi dei metalli hanno cominciato a contrarsi, le spese d'investimento realizzate negli ultimi anni per soddisfare la crescente domanda cinese hanno invece cominciato a erodere i bilanci.

Le previsioni sulle quotazioni del minerale di ferro appaiono rischiose in un contesto di deboli fondamentali relativi alla domanda e all'offerta. Questo materiale di base usato nella produzione dell'acciaio è attualmente scambiato al di sopra della curva dei costi a circa 58 dollari USA per tonnellata metrica a secco, mentre i quattro maggiori produttori, che controllano approssimativamente il 75% del mercato, sono in grado di produrre questo materiale per molto meno. Il gruppo minerario brasiliano Vale ha di recente indicato un punto di pareggio di cassa di 30,30 dollari USA per tonnellata metrica a secco. Fortescue Metals Group, un'azienda australiana produttrice di minerale di ferro, ha diminuito i costi di produzione per il decimo

trimestre consecutivo e ha raggiunto un punto di pareggio prossimo ai 28 dollari USA. Le imprese minerarie tendono ad accrescere la produzione aumentando la capacità in modo da ridurre il costo unitario. Tale dinamica porta a un eccesso di offerta sui mercati e a una pressione al ribasso sui prezzi. Sebbene Fortescue abbia rilevato un aumento della domanda cinese proveniente dal settore immobiliare e da quello delle infrastrutture nel secondo trimestre, siamo consapevoli che questa domanda è stata trainata principalmente dagli stimoli all'espansione del credito. La domanda cinese è prevista in calo e sul lungo periodo un eccesso di offerta sarà nocivo per il settore.

## Andamenti dei prezzi: Minerale di ferro & Acciaio

Andamento al ribasso dei prezzi volatili del minerale di ferro grezzo e dei prodotti finiti in acciaio. (31/12/10 – 24/06/16)



<sup>1</sup> Minerale di ferro consegnato a Tsingtao, Cina - 62% Contenuto ferroso

<sup>2</sup> Bobine laminate a caldo, mercato USA (FOB Midwest mill)

<sup>3</sup> Lamiera laminate a caldo, mercato cinese, prezzo spot medio

Fonte: Bloomberg, Janus.

I mercati dell'acciaio sembrano invece offrire un'esposizione favorevole in questa congiuntura. Mentre nella prima parte dell'anno società come ArcelorMittal, che integrano la produzione di acciaio e l'estrazione di minerale di ferro, erano preoccupate dall'eccesso di capacità produttiva in Cina e dalle pratiche commerciali sleali del paese, il secondo semestre sembra offrire un quadro più prospero – in particolare per i produttori statunitensi – alla luce dei recenti annunci sulle controversie commerciali. A giugno, la U.S. International Trade Commission (USITC) ha riconosciuto il danno subito dal settore statunitense a causa dell'eccesso di offerta e dei sussidi governativi esteri che hanno creato un'importazione a basso costo da diversi paesi.

I dazi compensativi e antidumping ora in vigore su alcune importazioni di acciaio resistente alla corrosione e di acciaio laminato a freddo dovrebbero fungere da catalizzatore per i produttori di acciaio statunitensi; una decisione sulle bobine laminate a caldo è prevista a settembre. Negli ultimi resoconti sugli utili, U.S. Steel e Steel Dynamics hanno ammesso che il rafforzamento del dollaro è un fattore che sta contribuendo all'elevato livello di importazioni di acciaio negli Stati Uniti e che sta di conseguenza minacciando le quotazioni domestiche e riducendo le esportazioni. Tuttavia, U.S. Steel nota con piacere che le decisioni favorevoli prese nelle recenti controversie commerciali hanno contribuito all'aumento dei prezzi e AK Steel vede in queste decisioni positive un'opportunità di slancio. Inoltre, sia Steel Dynamics che AK Steel citano un calo nei livelli delle importazioni, a sostegno della produzione interna.

## VISIONE MACRO BASATA SULLLE SOCIETÀ

### ! PUNTI CHIAVE

- ▶ Le decisioni positive in merito alle controversie commerciali, la domanda del settore automobilistico e la chiusura di stabilimenti in Cina sono promettenti per i produttori di acciaio mentre l'eccesso di offerta pone il minerale di ferro sotto una luce sfavorevole.
- ▶ Il livello costante della domanda proveniente dai settori automobilistico e aerospaziale è di buon auspicio per i produttori di alluminio nei prossimi mesi.
- ▶ Il rame si trova ad affrontare le sfide create dall'eccesso di capacità produttiva che si verificherà entro la fine del 2017. È tuttavia possibile che sul lungo termine la domanda superi l'offerta.

Il calo dell'offerta di acciaio proveniente dalla Cina è inoltre di buon auspicio per l'industria mondiale. Bisogna ringraziare in parte le questioni di carattere ambientale che hanno portato alla chiusura di piccoli stabilimenti improduttivi in tutto il paese, sebbene il governo continui a sostenere gli stabilimenti più grandi la cui produzione è destinata ai progetti infrastrutturali delle principali città. I produttori di acciaio trarranno anche beneficio dai risultati che saranno ottenuti dal ricorso presentato da U.S. Steel, recentemente accolto, basato sulla sezione 337 del Tariff Act. La società si è rivolta per conto proprio all'USITC affinché vengano bandite le importazioni di acciaio cinese, adducendo, tra le altre cose, a un furto di segreti industriali usati in seguito per sviluppare l'industria cinese dell'acciaio.

A promettere bene per i produttori di acciaio sono anche le prospettive riguardanti la domanda del settore automobilistico. U.S. Steel prevede un aumento della domanda di acciaio ad alta resistenza nel settore automobilistico nei prossimi cinque anni. AK Steel ha rilevato un rafforzamento della domanda nel settore automobilistico e si aspetta che questa tendenza continui nella seconda metà del 2016. Analogamente, Steel Dynamics ha affermato che le previsioni riguardanti la domanda interna di acciaio sono relativamente stabili, sostenute dalla robustezza dei mercati edilizio e automobilistico, sebbene delle debolezze persistano nei mercati dell'attrezzatura pesante, dell'agricoltura e dell'energia.

Come le società produttrici di acciaio, anche quelle produttrici di alluminio beneficeranno molto probabilmente dell'aumento della domanda nel settore automobilistico. Il fabbricante di metalli leggeri Alcoa ha registrato spedizioni record di lastre per l'industria automobilistica durante il secondo trimestre, e prevede una crescita della propria produzione mondiale in questo settore tra l'1% e il 4%, trainata in parte dai bassi prezzi del carburante, da una domanda sostenuta e da una fiducia dei clienti che si mantiene stabile. Siamo convinti che anche la domanda proveniente dal mercato aerospaziale mondiale sia promettente per il settore. Da inizio anno Alcoa ha stipulato contratti con Airbus, Boeing, Embraer e GE Aviation. Mentre i produttori di componenti originali sviluppano nuove piattaforme, Alcoa si prepara ad affrontare il taglio della domanda riguardante le consegne di aeromobili commerciali previste tra fine 2016 e l'intero 2018.

Il rame è un metallo con potenzialità limitate nel breve termine. Le spese d'investimento in corso da diverso tempo comporteranno un afflusso di offerta nei prossimi 12 a 18 mesi, portandoci a credere che le quotazioni di questo metallo siano destinate a calare prima di poter crescere nuovamente. Freeport-McMoRan, ad esempio, ha ampliato con successo la produzione nella sua miniera di Vero Verde in Perù nel primo trimestre, incrementando la propria produzione di rame in Sud America di circa il 178% rispetto al secondo trimestre 2015. La produzione commerciale della miniera di Las Bambas, anch'essa in Perù, è stata avviata. La miniera, gestita dall'impresa cinese MMG Ltd, avrà una capacità produttiva annua di 51 milioni di tonnellate metriche e, stando a una fonte della società, una volta operante a pieno regime si collocherà tra le prime miniere di rame al mondo. Anche la miniera di Sentinel nello Zambia, gestita da First Quantum Minerals, continuerà ad aumentare la propria produzione. La società stima la capacità produttiva nel 2016 a circa 155.000 tonnellate metriche, che verrà intensificata a 260.000 tonnellate metriche entro il 2018.

Le difficoltà che Freeport attraversa con la propria miniera di Grasberg in Indonesia ci ricordano le altre sfide che le società che operano in giurisdizioni poco propense ad incentivare l'attività mineraria devono affrontare. I rischi geopolitici hanno fatto emergere delle incertezze circa il proseguimento dei lavori di ampliamento, mentre la società sta cercando di ottenere un'estensione della licenza di lavoro (contract of work, COW) da parte del governo locale per ampliare le operazioni di estrazione oltre il 2021. Un eventuale rinvio delle spese d'investimento e il relativo blocco dei lavori di ampliamento, dovuti a ritardi nell'ottenimento dell'estensione della licenza di lavoro, potrebbero tradursi in un considerevole aumento dei costi una volta concessa l'estensione. Nel caso in cui un accordo fosse raggiunto in modo tempestivo, i giacimenti minerari dovrebbero generare ingenti quantità di rame: una capacità che si prevede si realizzerà nel 2018.

## Quotazione e scorte di rame

Quotazioni del rame in calo in un contesto di volatilità delle scorte.

(1/6/06 – 28/7/16)



<sup>1</sup>Scorte di magazzino di rame, London Metal Exchange

<sup>2</sup>Copper Generic First Month Contract

Fonte: Bloomberg, Janus.

Sebbene sul breve termine le prospettive riguardanti il rame possano essere poco attraenti a seguito dell'atteso aumento dell'offerta e del rallentamento della crescita globale, sul medio e lungo termine restiamo più ottimisti. Affinché le imprese minerarie decidano di sviluppare ulteriormente i propri siti è necessario che il prezzo del rame sia decisamente più elevato, e abbiamo visto imprese, tra cui Freeport, rimandare lo sviluppo di nuovi progetti a causa delle attuali condizioni di mercato. Se questa tendenza continua, siamo consapevoli che agli attuali tassi di consumo, la produzione delle miniere esistenti dovrebbe diminuire nei prossimi 10 anni di circa il 20%. I mercati sviluppati hanno un forte bisogno di rame e la qualità elevata è difficile da ottenere. In circa 5 anni, siamo convinti che le società con attivi di alta qualità saranno ben posizionate quando la domanda di rame comincerà ad eccedere l'offerta.

Vale la pena notare che l'oro e le società estrattrici hanno fatto fronte a minori difficoltà nel contesto di volatilità presente da inizio anno. Le quotazioni dell'oro avevano registrato una notevole correzione nel 2013 e diverse imprese minerarie si sono già impegnate nel rinforzare i bilanci e nel ridurre l'offerta, posizionando i prezzi di questo metallo ben al di sopra di tanti altri nel settore delle materie prime. L'oro trarrà inoltre beneficio dalla crescente domanda dei consumatori in Cina. Il notevole ribasso dei tassi in tutto il mondo spinge le quotazioni dell'oro verso l'alto. Un'ulteriore pressione al rialzo proviene dagli investitori che, in cerca di protezione, vedono l'oro come un bene rifugio.

La Cina rappresenta il cosiddetto "Golia" per la maggior parte dei metalli e delle società nel settore metallurgico. I tempi della riduzione della domanda cinese sono sconosciuti e rimaniamo cauti in proposito. Gli stimoli dell'espansione del credito volti a finanziare gli investimenti fissi stanno, a nostro avviso, raggiungendo i loro limiti, poiché il livello totale di indebitamento in Cina rappresenta circa il 250% del PIL e l'aumento progressivo del credito sta avendo un impatto meno significativo sull'economia. In confronto alle fasi iniziali, il moltiplicatore del credito sta generando rendimenti ridotti: ogni dollaro di debito produce un aumento del PIL compreso tra 10 e 15 centesimi. Sebbene non riteniamo che l'economia cinese sia destinata ad un brusco atterraggio, nel monitorare le opportunità offerte dal settore teniamo a mente l'attuale enfasi che il paese sta ponendo sui fattori di crescita legati ai consumi piuttosto che sugli investimenti fissi. Altri paesi emergenti necessiteranno di materiali di base nel loro immediato futuro; tuttavia, è improbabile che nel settore si registri ancora una domanda pari a quella della Cina.

# Politiche monetarie accomodanti sempre in gioco, fondamentali ancora da migliorare

## STATI UNITI

A giugno la Federal Reserve (FED) ha rivisto al ribasso le aspettative riguardanti un prossimo rialzo dei tassi di interesse e ha pertanto mantenuto stabili i suoi tassi a luglio. Sebbene la Fed abbia indicato una riduzione dei rischi a breve termine negli Stati Uniti, come lo dimostrano i recenti dati economici, siamo convinti che la decisione del Regno Unito di lasciare l'Unione europea getti un'ombra sulle prospettive di crescita mondiali. La condizione del dollaro come valuta rifugio manterrà probabilmente alto il suo valore per un lungo periodo, rendendo la crescita negli Stati Uniti più difficoltosa. Ci aspettiamo inoltre che le prossime elezioni statunitensi provochino ulteriori turbolenze nei prossimi mesi. A nostro parere, la Fed avrà difficoltà ad aumentare i tassi in linea con le previsioni riviste.

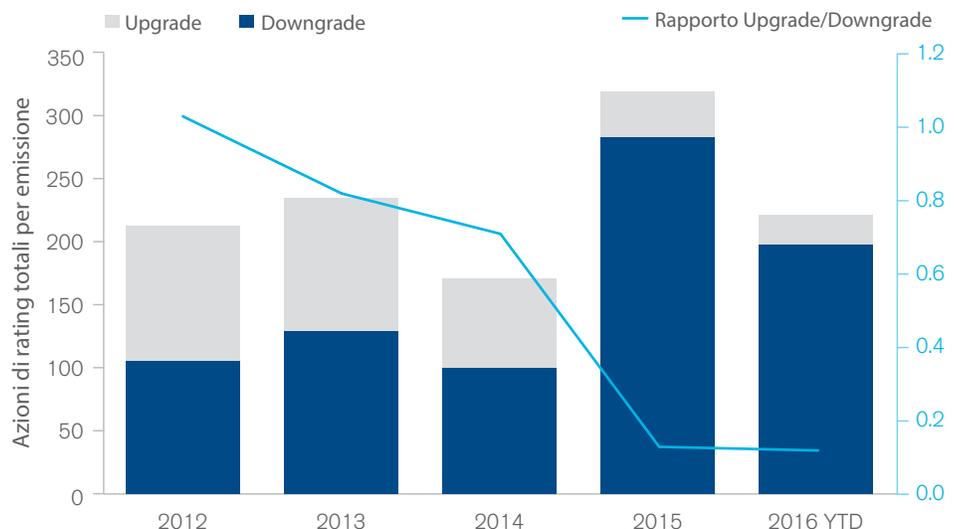
Nonostante i tassi bassi e una crescita in stallo, i rendimenti statunitensi, oltre ad essere positivi, sono relativamente superiori a quelli di diversi paesi sviluppati. Circa 13 000 miliardi di dollari USA di titoli di debito sovrano mondiali hanno attualmente rendimenti negativi, mentre i buoni del Tesoro statunitensi continuano a fornire rendimenti sopra lo zero. L'adozione di tassi di interesse ufficiali negativi da parte delle principali banche centrali mondiali e la ricerca di sicurezza da parte degli investitori a fronte delle incertezze globali hanno spinto i rendimenti sulle obbligazioni statali a nuovi minimi. Questa dinamica si è tradotta in un aumento della domanda globale di buoni del Tesoro statunitensi, oltre che di titoli di debito societari USA.

Le valutazioni creditizie negli Stati Uniti sono già basse, a nostro avviso, e la domanda elevata a fronte di una scarsa offerta sta riducendo gli spread. Il reindebitamento delle aziende, l'attività di fusioni e acquisizioni record nel 2015 e l'annuncio di diverse ingenti operazioni di leveraged buyout quest'anno indicano che ci troviamo nella fase finale del ciclo del credito. In linea con il peggioramento dei fondamentali, in particolare nel settore metallurgico e minerario, le agenzie di rating hanno abbassato il rating di diverse società all'inizio dell'anno.

## Interventi sui rating da parte di Moody's: Settore metallurgico e minerario statunitense

Negli ultimi 18 mesi, le agenzie di rating si sono messe al passo con il peggioramento dei fondamentali nel settore metallurgico e minerario.

(1/1/12- 30/06/16)



Fonte: Barclays Point\*, Janus.

## MERCATI SVILUPPATI

Continuiamo ad essere convinti della necessità di un proseguimento della politica monetaria accomodante da parte della Banca centrale europea (BCE) per stimolare la crescita e l'inflazione nella regione. Dopo il voto sulla Brexit, siamo consapevoli che un ulteriore allentamento monetario da parte della Bank of England possa essere uno dei fattori in grado di mantenere a galla l'economia del Regno Unito.

Il Regno Unito deve affrontare diverse sfide nel breve termine, riguardanti le incertezze sulla nuova leadership, il processo di uscita dall'UE e l'impatto finale sull'economia. Su un periodo più lungo è il futuro dell'Unione europea ad essere in bilico poiché altri Stati membri potrebbero essere incoraggiati a opporsi ai limiti imposti da Bruxelles. L'ascesa dei partiti anti austerità e dei partiti populistici che sfoggiano sentimenti antieuropeisti e anti immigrazione sarà probabilmente fonte di volatilità in Europa per un po' di tempo.

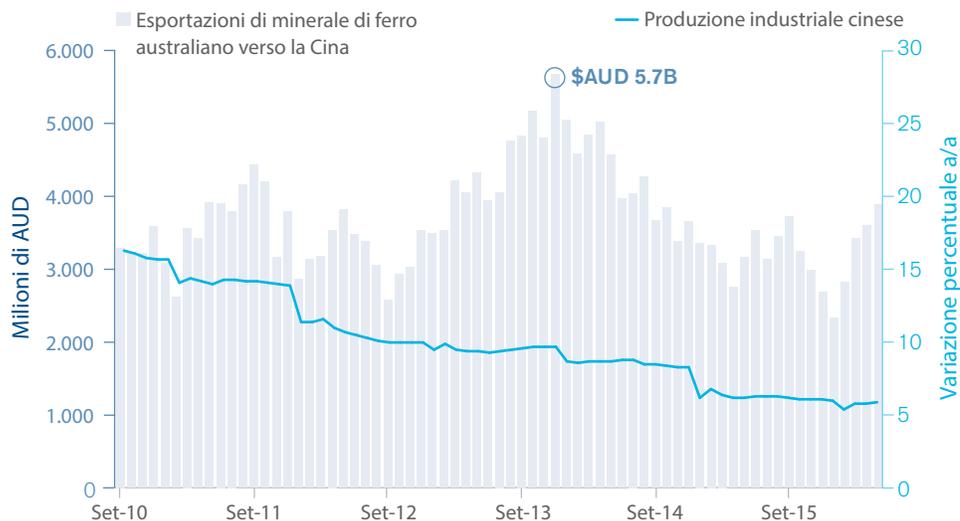
Siamo anche coscienti dei crescenti rischi legati al settore bancario europeo, in particolare nei paesi periferici. La debolezza del settore bancario di questi paesi ha pesato sul sentiment degli investitori prima del voto sulla Brexit e le preoccupazioni si sono tradotte in un'ondata di vendite non appena sono stati resi noti i risultati. Ci sono, tuttavia, alcuni paesi in Europa, come l'Irlanda e la Spagna, che hanno messo in atto delle riforme strutturali, che continuiamo a vedere di buon occhio. Razionalizzando i bilanci e attuando delle iniziative volte a favorire la crescita, queste nazioni servono da modello per gli altri paesi nella regione che sono ancora alla ricerca della retta via verso la stabilità.

In tutto il mondo il voto sulla Brexit ha amplificato le preoccupazioni degli investitori circa la crescita mondiale stagnante e provocato un cambio di rotta verso i titoli di Stato considerati rifugi sicuri. Dall'inizio dell'anno una serie di curve di rendimento dei titoli sovrani si sono appiattite, incluse quelle degli Stati Uniti, del Regno Unito, della Germania e del Giappone, con un calo notevole dei tassi a lungo termine nella maggior parte dei paesi sviluppati. In Germania e in Giappone i tassi sono scesi in territorio negativo su diverse scadenze lungo le rispettive curve. La ricerca di sicurezza ha inoltre spinto gli investitori verso lo yen; l'apprezzamento della valuta crea ulteriori problemi per il Giappone, che da due decenni ha difficoltà a stimolare la crescita. Nonostante una politica monetaria eccessivamente accomodante, le riforme strutturali continuano ad essere una componente mancante nella spinta del paese verso l'inflazione.

Nel resto del Pacifico vediamo opportunità in Australia e Nuova Zelanda. Trattandosi di economie basate sulle materie prime e aventi forti legami con la Cina, prevediamo ulteriori allentamenti da parte delle banche centrali locali per far sbocciare la crescita e l'inflazione nella regione.

## Le esportazioni di minerale di ferro australiano verso la Cina

Gli esportatori di materie prime hanno attraversato delle difficoltà negli ultimi anni con il rallentamento della produzione industriale cinese. (30/9/10 - 31/5/16)



Fonte: Bloomberg, Janus.

## MERCATI EMERGENTI

Tra i mercati emergenti ci concentriamo sui paesi che si sforzano di attuare delle riforme strutturali a lungo termine come il Messico e la Polonia, mentre evitiamo i paesi con fondamentali deboli e notevoli rischi idiosincratici come il Brasile e il Venezuela. Anche se impegnativi nel breve periodo, gli sforzi del Messico per migliorare il settore energetico e quello delle telecomunicazioni, oltre che per portare avanti le riforme riguardanti l'istruzione, il lavoro e la finanza dovrebbero apportare benefici al paese nel lungo periodo. Siamo convinti che le misure attuate dalla Polonia per ridurre l'ampio disavanzo di bilancio si dimostreranno anch'esse benefiche per le prospettive a lungo termine del paese.

Il debito cinese è un universo nel quale non è possibile investire; tuttavia il rallentamento della crescita in Cina resta preoccupante. A nostro parere è improbabile che il 2016 rappresenti l'anno del grande ribaltamento dal punto di vista della domanda; tuttavia siamo consapevoli delle sfide che presenta per i paesi e per le società dipendenti dalla sua economia. Il ridimensionamento degli investimenti infrastrutturali nel paese è nocivo per le prospettive di crescita della maggior parte delle economie emergenti. La Cina è il secondo maggiore consumatore di energia al mondo e rappresenta circa la metà della domanda mondiale di metalli industriali. Le condizioni economiche del paese hanno un impatto potenziale significativo sui suoi partner commerciali, così come sui prezzi delle materie prime. I nostri analisti seguono da vicino la dinamica della domanda e dell'offerta dei materiali di base. Sebbene i dati sulla domanda provenienti dalla Cina si siano rivelati più positivi negli ultimi mesi, qualsiasi inversione di rotta con conseguente ribasso delle quotazioni potrebbe mettere ulteriori pressioni sugli esportatori di materie prime. La vera questione non è tanto "se" ma "quando" la domanda si ridurrà.

### Investimenti fissi in Cina

Gli investimenti in beni materiali in Cina, come le infrastrutture, che si erano impennati agli inizi degli anni 2000, sono oggi in calo. (30/06/99 – 30/06/16)



Investimenti fissi in Cina (Escluse le famiglie rurali)

Fonte: Bloomberg, Janus.

Un'ulteriore preoccupazione è rappresentata dall'apprezzamento del dollaro USA che potrebbe essere sostenuto dalla volontà della Fed di innalzare i tassi. Il dollaro in rialzo esercita pressioni al ribasso sulle valute di diverse economie emergenti. Sebbene i bassi tassi di interesse abbiano permesso ai paesi di emettere titoli di debito a costi minimi e con duration più lunghe, la maggior parte di queste emissioni non è stata utilizzata per riforme strutturali di lungo periodo, e il rallentamento della crescita del commercio ha lasciato a diverse economie emergenti uno scarso margine di manovra nelle politiche di bilancio. I governi e i paesi con debito denominato in dollari dovranno affrontare ulteriori problemi di liquidità con il rafforzarsi della valuta statunitense.

Per le società minerarie che operano in economie emergenti, l'apprezzamento del dollaro incentiva la produzione, rendendolo un elemento svantaggioso per il settore nel suo complesso. La curva dei costi si sposta verso il basso con la riduzione dei costi di lavoro e di produzione (pagati in valuta locale) nelle miniere. La tipica reazione delle società minerarie è di incrementare la capacità produttiva in un contesto di riduzione delle spese allo scopo di ridurre ulteriormente il costo unitario: più materiale grezzo viene estratto, più il costo unitario scende. In genere questo scenario esercita ulteriori pressioni al ribasso sulle quotazioni dei metalli per via dell'eccesso di offerta sui mercati.

## POSIZIONI DIFENSIVE



### POSIZIONAMENTO DEI PORTAFOGLI: DIFENSIVO

- ▶ Le valutazioni rimangono a nostro parere basse rispetto al livello di rischio nel sistema. Di conseguenza, manteniamo il nostro orientamento difensivo concentrandoci su società qualitativamente più elevate con bilanci e fondamentali solidi. Abbiamo incrementato l'enfasi su società focalizzate sul mercato statunitense, con duration più corte e più difensive. In questo difficile contesto di mercato puntiamo alla conservazione del capitale: il nostro approccio basato sull'eliminazione dei titoli più rischiosi continua quindi a essere centrale.



### CREDITO SOCIETARIO

- ▶ Sebbene abbiamo lievemente aumentato la nostra ponderazione nel settore del credito per trarre vantaggio da prezzi attraenti in solide opportunità di rendimenti ponderati al rischio, la nostra posizione complessiva è in linea con un ciclo del credito che sta per concludersi. Il reindebitamento delle aziende, incentivato dai bassi tassi di interesse, l'attività record di fusioni e acquisizioni nel 2015 e l'annuncio di diverse ingenti operazioni di leveraged buyout quest'anno indicano che ci troviamo nella fase finale del ciclo del credito.
- ▶ Nell'high yield, continuiamo a concentrarci sulle società "crossover" ad elevata qualità con storia di bilanci in trasformazione. Siamo convinti che l'attuale livello basso di liquidità persisterà; tuttavia, ci aspettiamo che la nostra pazienza sia ricompensata da occasioni interessanti in futuro.
- ▶ Le nostre posizioni liquide sui buoni del Tesoro e sui mutui garantiti dalle agenzie sono predisposti per trarre vantaggio dalle turbolenze nei mercati del credito. In termini di qualità, continuiamo a concentrarci sulle emittenti di elevata qualità che presentano liquidità di bilancio, forte potenziale di generazione di flussi di cassa disponibili e impegno nella riduzione dell'indebitamento.
- ▶ Prevediamo che gli spread si mantengano entro un range ristretto nella seconda metà del 2016. La volatilità rimarrà probabilmente elevata e i break-even sono stretti. Alla luce di ciò riteniamo che la strategia di eliminazione dei titoli più rischiosi sia fondamentale nei prossimi mesi.



### CREDITO SOVRANO DELLE ECONOMIE SVILUPPATE & EMERGENTI

- ▶ Prevediamo una volatilità persistente nel mercato del credito sovrano dovuta sia ai massicci interventi delle banche centrali che alle quotazioni relativamente basse delle materie prime e dell'energia.
- ▶ Le prospettive per il Regno Unito e il futuro a lungo termine dell'Unione europea rimangono degli interrogativi aperti. Crediamo in definitiva nella necessità di un ulteriore allentamento monetario da parte della Banca centrale europea, oltre che della Bank of England in seguito al recente voto sulla Brexit. Monitoriamo da vicino le debolezze nel settore bancario dei paesi periferici dell'Europa e siamo anche consapevoli dei numerosi partiti populistici e anti-austerità che stanno guadagnando terreno nell'area e delle loro capacità a ostacolare la futura crescita economica. Manteniamo una visione favorevole del debito sovrano di alcuni paesi periferici dell'Europa che hanno mostrato un impegno nell'attuare riforme strutturali e iniziative volte ad incentivare la crescita.
- ▶ Sebbene la nostra esposizione ai mercati emergenti sia minima, stiamo seguendo gli effetti che il rallentamento della crescita in Cina ha sugli esportatori di materie prime e sui paesi con importanti relazioni commerciali con questo paese. Non prevediamo un brusco atterraggio dell'economia cinese, ma il livello della domanda, che subirà un conseguente rallentamento, sarà difficilmente eguagliato dalle altre economie emergenti.



### TREASURY

- ▶ Abbiamo leggermente ridotto la nostra allocazione in buoni del Tesoro pur mantenendo il contributo dato dalla duration della classe di attivi per riflettere il nostro orientamento difensivo.
- ▶ La duration dei nostri buoni del Tesoro si concentra sulla parte più lunga della curva per coprire le nostre esposizioni creditizie, il che tende ad essere vantaggioso in contesti volatili quando il tratto a lungo termine della curva dei buoni del Tesoro si appiattisce. Consideriamo i buoni del Tesoro a duration corta come una fonte di liquidità, che ci permette potenzialmente di sfruttare titoli attraenti in periodi di turbolenze sui prezzi.
- ▶ Sebbene non prevediamo un rialzo dei tassi da parte della Federal Reserve (Fed) in linea con le sue previsioni, presagiamo una volatilità persistente legata agli annunci e alle aspettative della Fed. Intendiamo mantenere un approccio attivo nei confronti della duration e del posizionamento sulla curva dei rendimenti concentrandoci sulla conservazione del capitale.



### CARTOLARIZZAZIONI

- ▶ Abbiamo aumentato leggermente la nostra allocazione in Agency MBS, rimanendo tuttavia al di sotto di quella del benchmark. La nostra allocazione al segmento serve a garantire la stabilità del portafoglio ponendo l'enfasi su generici titoli pass-throughs garantiti da agenzie. Ricerchiamo titoli attraverso cedole elevate, alto loan-to-value (LTV) e solide caratteristiche di rimborso anticipato. Stiamo monitorando da vicino il reinvestimento della Fed in MBS a mano a mano che i titoli detenuti arrivano a scadenza. Prevediamo che l'offerta rimarrà modesta.
- ▶ Investiamo in chiave opportunistica in CMBS e ABS. La nostra sovraponderazione nei CMBS è concentrata su posizioni di qualità più elevata e duration più corta con quelle che consideriamo essere delle solide opportunità di rendimento corretto per il rischio. Le operazioni "single asset single borrower" offrono un migliore valore in termini relativi, a nostro avviso, rispetto alle operazioni di tipo conduit o multi-loan. Nelle ABS stiamo identificando opportunità attraenti nelle operazioni di autcartolarizzazione e di cartolarizzazione "whole business", tra cui titoli franchise revenue-backed.



### CURVA DEI RENDIMENTI/DURATION\*

- ▶ Prevediamo che i tassi rimarranno entro un range ristretto per qualche tempo a causa delle mutate aspettative inflazionistiche nel mondo combinate all'indebolimento delle principali economie emergenti, alla volatilità nei mercati energetici e all'incertezza sui mercati britannico ed europeo in seguito al referendum sulla Brexit.
- ▶ Il nostro posizionamento sui buoni del Tesoro si concentra sulla parte più lontana della curva per coprire la nostra esposizione creditizia, mentre nel credito societario continuiamo a favorire emissioni a breve e medio termine poiché disponiamo di una visione chiara dei fondamentali degli emittenti e della loro capacità di ripagare il debito. Cerchiamo di aumentare la duration nel credito, sul margine, per ridurre il rischio relativo.
- ▶ Crediamo che una gestione attiva della duration e del posizionamento sulla curva dei rendimenti sia necessaria vista la probabilità del protrarsi del contesto di volatilità. In tali contesti di mercato, a guidarci è il nostro principio cardine basato sulla protezione del capitale.

\* La duration misura la sensibilità del prezzo di un'obbligazione alle variazioni dei tassi di interesse. Maggiore è la duration di un'obbligazione, più elevata è la sensibilità ai tassi di interesse, a parità di



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 licence 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, Enhanced Investment Technologies 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 Capital Management LLC, Enhanced Investment Technologies and Perkins Investment Management LLC 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 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 Europe Readers: Issued in Europe by Janus Capital International Limited ("JCIL"), authorised and regulated by the U.K. Financial Conduct Authority and also issued by Janus Capital (Switzerland) LLC, authorised and regulated in Switzerland by FINMA.

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. In Australia, INTECH is trading as EIT and INTECH is not its registered trade mark. For more information or to locate your country's Janus representative contact information, please visit [www.janus.com](http://www.janus.com).

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