



2017

GLI APPROFONDIMENTI DEGLI ESPERTI DI JANUS CAPITAL







BASSA CRESCITA







GENNAIO 2017

Con l'inizio del 2017 il contesto per gli investitori e i mercati finanziari è in corso di cambiamento. La stabilità dei prezzi dell'energia, il rinnovato ottimismo verso l'economia statunitense e l'innovazione continua suggeriscono nuove opportunità per il prossimo futuro. Contemporaneamente l'inflazione sembra tornata a crescere, per la prima volta da diversi anni, mentre la Cina, un tempo motore dell'economia globale, è vittima di un rallentamento della crescita.

Nel presente documento vengono condivisi i punti di vista dei professionisti degli investimenti di Janus Capital Group su queste tendenze, che a nostro avviso rappresentano le principali considerazioni che gli investitori dovranno tenere presente per il 2017. In termini di crescita, mentre in Cina si sta riducendo a livelli più moderati, ci chiediamo se il mondo può continuare ad affidarsi a Pechino ed esaminiamo i rischi posti dalla dipendenza cinese dalla massiccia espansione del credito per alimentare tale crescita. Nel gennaio del 2016 Market GPS™, l'Asset Allocation Team di Janus ha formulato l'opinione non consensuale che il mercato stesse sottovalutando il rischio d'inflazione. Quest'anno esaminiamo i rischi posti dall'aumento dei prezzi e il modo in cui gli investitori dovrebbero posizionarsi in un contesto inflazionistico.

Valutiamo inoltre se lo stimolo fiscale post-elettorale può aprire la strada ad un aumento dei tassi d'interesse. Le quotazioni petrolifere si stanno già muovendo al rialzo e ne analizziamo gli effetti sulle società energetiche in difficoltà. Infine volgiamo la nostra attenzione

DICONO DI NOI

20

UFFICI NEL MONDO

PROFESSIONISTI DEGLI STRATEGIE DI INVESTIMENTO



La transizione della Cina da un'economia manifatturiera e dipendente dalle esportazioni a una crescita legata ai consumi rimane nelle sue fasi iniziali. I professionisti degli investimenti di Janus esaminano questo



Secondo il modello proprietario del nostro Asset Allocation Team, il lungo periodo di stabilità dei prezzi potrebbe essere in procinto di concludersi. Esaminiamo questi segnali e la loro portata globale con l'ausilio del Fundamental Fixed Income Team di



BASSA CRESCITA

Assisteremo alla prosecuzione di una crescita economica contenuta? Dopo le elezioni presidenziali, le distribuzioni dei risultati del modello di valutazione del rischio di Janus, basato sulle opzioni, ha subito un'importante variazione,





Le quotazioni del greggio hanno recuperato nel primo semestre del 2016 rimanendo da allora confinate in una fascia di oscillazione; ma riteniamo che nel 2017 possano salire ulteriormente. Scoprite le basi



Le nuove idee sono comunemente associate ai settori sanitario e tecnologico. I professionisti degli investimenti di Janus analizzano i modi in cui l'innovazione può costituire il motore della crescita in questi segmenti



Dopo la crisi finanziaria globale del 2008, l'impegno cinese di apportare stimoli sia monetari che fiscali all'economia domestica è stato il motore di crescita dell'economia globale. Tuttavia, durante questo processo il paese ha accumulato un importo significativo di debito. Senza uno spunto alla crescita che provenga da qualche altra area nel mondo, temiamo che la sostenibilità di questo modello di crescita sovvenzionato col debito si sgretolerà e creerà problemi in futuro.

La crescita cinese sta già evidenziando un rallentamento man mano che il paese ruota da una economia industriale a una economia di consumo. Anche se riteniamo che il processo di transizione verso i consumi sia ancora in corso, e persino relativamente agli inizi, ci attendiamo che la ricerca di leve per la crescita comporterà una prolungata volatilità nel 2017. Inoltre, le nostre recenti visite in Cina ci convincono che è improbabile che la crescita crolli da un giorno

IL TRILEMMA AL CUORE DEL PROBLEMA

Il cuore del problema è l'attuale enigma politico cinese, afferma l'Equity Research Analyst Barrington Pitt Miller. Il paese si è posto un obiettivo di crescita dell'economia tra il 6,5 e il 7% nei prossimi cinque anni, sforzandosi al contempo di mantenere la piena occupazione e di ridurre la leva. La stabilità sociale è un argomento essenziale per il governo centrale, pertanto l'opinione di Pitt Miller è che una riduzione degli obiettivi di crescita

CINA

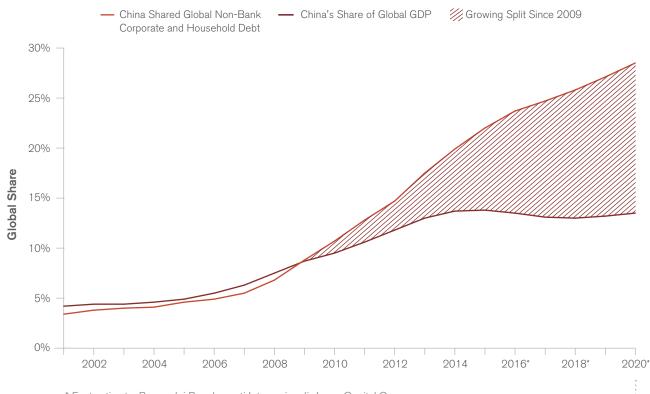
sia altamente improbabile; una crescita inferiore significherebbe una riduzione nell'occupazione e potenzialmente potrebbe causare disordini. Negli anni recenti la crescita - e pertanto l'occupazione - è stata sostenuta attraverso stimoli fiscali e creditizi. Pitt Miller osserva un' incongruenza di fondo tra le ambizioni in materia di prodotto interno lordo del governo centrale e la sua retorica sulla leva. La Cina non può

ridurre la leva e al contempo raggiungere gli attuali obiettivi sul PIL senza che il resto del mondo contribuisca alla crescita economica.

David Spilsted, Fundamental Fixed Income Analyst concorda sul fatto che i policy maker stiano perseguendo obiettivi in conflitto tra loro ed è preoccupato dalla natura circolare di questo contesto politico, che enfatizzerà la crescita a >> C'È UN' INCONGRUENZA DI
FONDO TRA LE AMBIZIONI IN
MATERIA DI PRODOTTO INTERNO
LORDO DEL GOVERNO CENTRALE
E LA SUA RETORICA SULLA LEVA.
SINO A QUANDO LA TRANSIZIONE
VERSO UNA NUOVA FORMA DI
ECONOMIA NON SIA AD UN GRADO
DI AVANZAMENTO SUFFICIENTE,
LA CINA NON PUÒ RIDURRE



LA QUOTA CINESE DI INDEBITAMENTO DELLE FAMIGLIE E DELLE IMPRESE GLOBALE E GLOBALE NON BANCARIO



* Fonte stimata: Banca dei Regolamenti Internazionali, Janus Capital Group

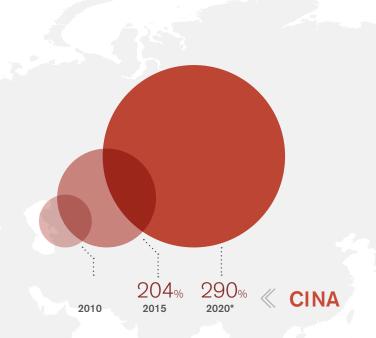
COSA SIGNIFICA? <

Se è noto che la quota di contribuzione della Cina al PIL mondiale è cresciuta di oltre il 13%, è meno noto che buona parte di tale incremento è dovuto alla rapida espansione del settore creditizio privato.

INDEBITAMENTO NON BANCARIO DI IMPRESE E FAMIGLIE RISPETTO AL PIL









* Fonte stimata: Banca dei Regolamenti Internazionali, Janus Capital Group

discapito delle riforme strutturali. Spilsted osserva che, mentre si continua a parlare di riforme rapide e profonde, al primo segnale di decelerazione la reazione tipica del governo è quella di attingere al rubinetto del credito.

LE IMPRESE STATALI MANIFESTANO LA SFIDA VERSO L'EFFICIENZA DELLA CINA

Abbiamo avuto una prova di questa iniezione di credito agli inizi del 2016, e i primi ricettori degli stimoli, come sempre, sono state le imprese a partecipazione statale. Questo rappresenta una criticità in quanto queste imprese statali, che dominano il settore industriale della Cina, operano storicamente con massicce inefficienze, e la loro missione sottesa è

in realtà mantenere l'occupazione, anche a costo di generare sovrapproduzione. Tuttavia, se il governo centrale al contempo promuove tagli alla produzione e conferisce mandato agli enti locali di contribuire alla crescita del PIL, le autorità locali si rivolgono spesso ai principali datori di lavoro, ovvero proprio alle imprese statali. E le autorità locali hanno avuto problemi nell'ottenere credito allo scopo di continuare a mantenere operative strutture inefficienti e un lavoro per i propri elettori.

Riconoscendo il problema della sovrapproduzione, le quattro banche statali cinesi sono state indirizzate a ridurre la leva, ed in effetti stanno riducendo la concessione di finanziamenti. Sfortunatamente, l'espansione del credito tramite altri canali, tra cui l'emissione di obbligazioni pubbliche a livello locale e le banche centrali, stanno colmando il vuoto.

Utilizzare il credito per sostenere le imprese statali può incentivare l'economia nel breve termine, ma la leva necessaria per supportare queste organizzazioni inefficienti diverrà, a un certo punto, insostenibile.

Supportare il retaggio di queste imprese improduttive prolunga solo la transizione del paese verso un'economia legata ai consumi. Sino a quando il governo non riconoscerà che in tal modo rallenta l'economia, fa notare Spilsted, le turbolenze generate da questo supporto alla old economy impediranno alla transizione di procedere a grandi passi.

Come ogni anno, nel 2017 si terrà il consueto Congresso nazionale in Cina

e il Presidente Xi Jinping insisterà nel richiedere che l'economia si sposti rapidamente su questo nuovo versante. Viste le pressioni del partito, gli amministratori a tutti i livelli vorranno mostrarsi decisi contributori della crescita. Fondamentalmente, secondo Spilsted, la politica del partito in Cina pervade ogni cosa e, pur essendo solo un supporto di facciata, costituisce un elemento di forte motivazione. L'evento, tuttavia, potrebbe rappresentare per Xi Jinping il momento opportuno per rivalutare la crescita e affermare un obiettivo di crescita più modesto.

CONTINUA LA

TRANSIZIONE DELL'ECONOMIA CINESE: MEMORE DEL BISOGNO DI STABILITÀ

Anche se crediamo che la transizione economica sia solo ad uno stadio iniziale, l'ambizione di aderire ad un'economia fondata sui consumi è innegabilmente chiara e in corso, dice Pitt Miller. La Cina desidera un'economia che sia più auto-sostenibile, basata sui consumi; non intende dover contare sui consumi esterni per la crescita come nel modello postbellico della Germania o del Giappone. Ciò nonostante, far evolvere la seconda economia mondiale è un impegno notevole. Il Portfolio Manager Guy Scott osserva che per gli Stati Uniti

una simile transizione richiederebbe dai 40 ai 50 anni. La Cina si sta muovendo molto più rapidamente, e forse più rapidamente di quanto molti abbiano compreso. L'e-commerce ha CONTINUA A PAG. 10.

> LA CINA NON DEVE SEGUIRE LE ORME DELL'OCCIDENTE. ESSENDO GIUNTI SUCCESSIVAMENTE, POSSONO UTILIZZARE LA NUOVA ECONOMIA PER UNA EVOLUZIONE PIÙ RAPIDA ED EVITARE I COSTOSI PASSAGGI CHE È STATO



Garth Yettick, CFA
Equity Research Analyst

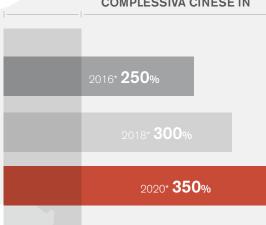
L'ESPANSIONE CREDITIZIA IN CINA

L'ESPOSIZIONE CREDITIZIA **COMPLESSIVA CINESE IN**

L'esposizione creditizia complessiva è stimata nella misura del 250% del PIL. Sulla base delle attuali stime di crescita del PIL, il futuro appare pessimistico:



PIL ATTUALE L'ESPOSIZIONE CREDITIZIA **COMPLESSIVA CINESE IN**



Tuttavia, i modelli di Janus suggeriscono uno scenario in cui una più decisa crescita economica negli Stati Uniti potrebbe aiutare nel limitare tale rapporto a

L'impatto positivo dell'esposizione creditizia incrementale sull'economia sta diminuendo.

1 \$ DEBITO

GENERA

DAL 2008 AL 2015. LA CINA HA CONTRIBUITO PER



della crescita del credito bancario erogato al settore non bancario (in USD), per come definito dalla

IL SISTEMA BANCARIO NON GENERA PROFITTI SUFFICIENTI

Sebbene contabilizzino profitti gonfiati, le principali quattro banche generano circa un quarto degli utili non distribuiti che sarebbero necessari a sostenere il passo di un'espansione creditizia sufficiente a supportare gli attuali obiettivi sul PIL, posti tra il 6,5 e

UTILI NON DISTRIBUITI NECESSARI A SOSTENERE IL RITMO DELL'ESPANSIONE



GLI UTILI NON DISTRIBUITI ATTUALMENTE SONO SOLO IL 25% CIRCA DI QUANTO SAREBBE NECESSARIO A SOSTENERE

✓ IN SINTESI

Nel tempo, questo farà sì che il fabbisogno finanziario sia soddisfatto sul sistema in altro modo, ad esempio facendo ricorso ad obbligazioni pubbliche emesse da

EMISSIONI OBBLIGAZIONARIE DI ENTI LOCALI CINESI

L'emissione di obbligazioni effettuata da enti locali nel paese ammonta a circa 1,5 trilioni di dollari su 4,5 trilioni complessivi di credito erogato in Cina da inizio

\$4.5 TRILIONI CREDITO **EROGATO**

<\$1,5 TRILIONI

EMISSIONI OBBLIGAZIONARIE DI ENTI LOCALI

Le banche statali, regionali e locali comprano questi titoli, acquisendo in tal modo un collaterale liquido ed ammissibile come strumento per le transazioni interbancarie pronto contro termine, oltre a riempire

Le quattro principali banche a controllo statale stanno rallentando l'espansione creditizia e riducendo il rischio correlato al sistema globale, ma l'espansione

\$ 6.3 **TRILIONI** 2016*



\$9 **TRILIONI** 2020*

Il credito bancario erogato dalle quattro banche principali ammonta a 6,3 trilioni di dollari, una cifra che Pitt Miller si attende possa avvicinarsi i 9 miliardi entro il 2020. Mentre questi quattro istituti stanno focalizzandosi sulla new economy, il resto del settore bancario, guidato dalle banche statali, continua a

VIN SINTESI

Il settore improduttivo delle imprese statali è il destinatario di una quota considerevole dei

IL PROBLEMA DEI CREDITI NON PERFORMING

Complessivamente, gli attivi non performing (NPA) ammontano a oltre il 5,5%, il che significa che la riserva del 160% richiesta a fronte delle perdite su crediti copre meno del 50% delle esposizioni di dubbia esigibilità.

Se le sofferenze non vengono classificate come tali, le banche non dispongono di accantonamenti, né devono effettuare scritture di rettifica a fronte di tali crediti inesigibili, e in tal modo possono continuare a « crescere », pur detenendo crediti non performing. Disgraziatamente, questo comporta un notevole impatto anche sul reddito e sul margine netto da interessi. Le autorità hanno recentemente emanato

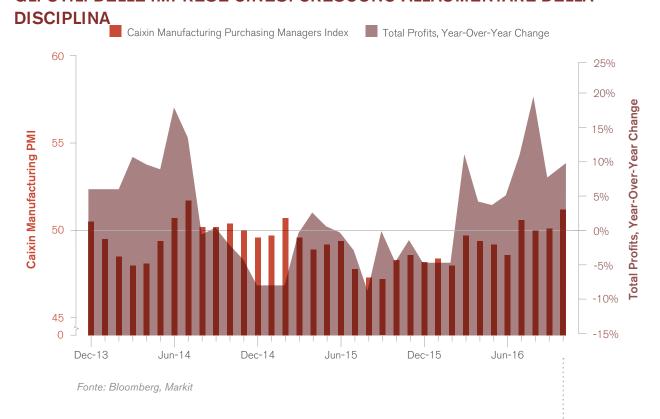


Per ora, il fatto che il sistema bancario sia principalmente domestico rende improbabile un rischio di liquidità nel breve termine. Sia le attività che le passività fanno riferimento a un mercato interno, pertanto non si presenta una pressione sulle quotazioni su intervento del mercato.

Se il governo non dovesse riconoscere l'esigenza di rallentare la crescita del PIL, lo stock del debito continuerà a crescere e la capacità del paese di sostenerlo verrà posta in dubbio, specialmente se

stimata: Janus Capital Group, Banca dei Regolamenti Internazionali, Report aziendali.

GLI UTILI DELLE IMPRESE CINESI CRESCONO ALL'AUMENTARE DELLA



COSA SIGNIFICA? <

La riduzione della sovrapproduzione nei settori chiavi ha condotto a mercati più razionali e a un rafforzamento del potere sui prezzi per le aziende più sane.

.

≫IN GENERALE, SI PERCEPISCE IL FORTE TIMORE CHE L'ECONOMIA RALLENTI DRAMMATICAMENTE, E NON SAREBBE UN ATTERRAGGIO MORBIDO. TUTTAVIA, LE COSE **SONO ANDATE ABBASTANZA** BENE, GUIDATE DALL'EVOLUZIONE DEI CONSUMATORI.



Garth Yettick, CFA Equity Research Analyst

CONTINUA DA PAG. 7.

notevolmente diminuito l'importanza dei negozi fisici. Internet, congiuntamente alle avanzate tecnologie manifatturiere, accelererà la transizione cinese, che passerà oltre l'era dei consumi fondati sul mattone e sulle costruzioni per atterrare direttamente sull'e-commerce. E ora, è semplicemente questione di confronto tra old economy e new economy, afferma Scott. Quanto rapidamente può crescere la new economy, e quanto rapidamente può essere stabilizzata la old economy? La chiave degli sforzi di stabilizzazione sarà la maniera in cui Pechino gestirà le conseguenze sull'occupazione derivanti da questo cambiamento.

Le imprese a controllo statale restano un ostacolo alla crescita, ma la stabilizzazione sta prendendo forma grazie a iniziative di riforma guidate dal governo. Ad esempio, per mitigare la sovrapproduzione, il governo ha chiuso le fabbriche e le miniere non efficienti, riducendo sostanzialmente il numero medio dei giorni lavorativi nell'industria del carbone. Abbiamo anche registrato un incremento delle approvazioni su fusioni e licenziamenti. Internamente, queste riforme hanno incrementato enormemente la redditività di molte imprese statali, e le industrie del carbone e dell'acciaio ne hanno beneficiato, come reso evidente dalla crescita dei

prezzi delle rispettive materie prime. La riduzione degli investimenti nel settore delle costruzioni e l'imposizione di controlli sul mercato dei beni immobili la dice lunga sull'impegno del governo nel tenere a freno la crescita del credito. Registriamo effetti positivi anche dallo sforzo nel contrasto alla corruzione, ivi incluso il transito di capitali verso aree produttive dell'economia, invece che verso settori non produttivi. Scott conferma che l'investimento in progetti a basso rendimento è ora visto come un segnale di potenziale corruzione, particolarmente nei settori energetici e petroliferi, e che attira l'attenzione degli ufficiali governativi anti-corruzione.

Riteniamo che queste iniziative di riforma siano collegate al recente incremento nel PPI, l'indice dei prezzi alla produzione. (Vedasi grafico a pag. 14) I dati dell'indice PPI cinese di settembre sono tornati positivi per la prima volta negli ultimi cinque anni, e a ottobre sono saliti di un 1,2 % nel prezzo delle merci manifatturiere. Dopo anni di pressione deflazionistica, le aziende stanno riacquisendo potere sui prezzi in quanto l'inflazione comincia ad affacciarsi, il che è positivo sia per gli investimenti che per la redditività. L'accelerazione della crescita nominale può anche offrire più spazio per un obiettivo di PIL reale più basso.

I DESIDERI DELLA MIDDLE CLASS E LE SFIDE DELLA TECNOLOGIA E DELLA **GLOBALIZZAZIONE**

La "nuova" economia basata sui consumi rappresenta già circa il 40% del PIL e contribuisce alla sua crescita circa per il 70%. La classe media ha fatto la sua comparsa con un considerevole ritardo, e ora pretende merci di migliore qualità.

Abbiamo rilevato una forte domanda di prodotti di qualità, osserva il Portfolio Manager George Maris, e un notevole

desiderio di nuove esperienze: le opportunità di investimento stanno crescendo nel settore dei viaggi, videogiochi, Internet ed e-commerce. Apprezziamo in particolare il settore dell'e-commerce, ivi incluso il commercio da online a offline (O2O). Ci attendiamo che la quota rappresentata dall'ecommerce nel PIL cinese cresca dall'attuale 6% circa sino ad un 15% o anche più entro il 2025.

Anche le sfide ambientali del paese meritano adeguata attenzione, asserisce l'Equity Analyst Garth Yettick, pertanto monitoriamo da vicino i potenziali incentivi governativi sull'acquisto di prodotti ecosostenibili.

Inoltre, le difficoltà relative all'occupazione nella new economy riportano il trilemma della politica economica in primo piano. L'industria pesante di norma impiega più forza lavoro rispetto alla tecnologia, osserva Pitt Miller, e quando le persone perdono il lavoro, il potere d'acquisto diminuisce e la crescita del PIL diventa ardua. Alla luce di una produzione industriale sempre più qualificata in Cina, l'utilizzo di robotica e automazione è probabile, e potrebbe sostenere gli sforzi del paese per superare la realtà demografica di una forza lavoro in contrazione.

In alternativa, altri professionisti degli investimenti di Janus ritengono che il

>> SUI MERCATI AVANZATI, LE SOCIETÀ DEVONO GENERARE LA DOMANDA. SUI MERCATI EMERGENTI. DEVONO PRODURRE A SUFFICIENZA DA SODDISFARE LA DOMANDA



LE CONSEGUENZE PER GLI **INVESTITORI**

LA BOLLA CREDITIZIA CINESE NON DEVE ESSERE PRESA ALLA **LEGGERA** anche se non costituisce una minaccia immediata. Secondo le nostre stime, l'economia può essere controllata internamente per altri tre/cinque anni.

GLI INVESTITORI DOVREBBERO ESSERE PREPARATI ALLA CICLICALITÀ NEL CICLO DI CRESCITA DELLA CINA. Gli stop and go nella transizione del paese verso un'economia basata sui consumi con ogni probabilità proseguiranno. Tuttavia, è improbabile che la crescita crolli da un giorno all'altro.

SOLIDI GUADAGNI STRUTTURALI SI CONFERMANO NELLA OLD

INDUSTRY, incrementando la produttività e supportando i prezzi che possono sostenere il prezzo delle commodity a livello globale. Partendo dal presupposto che la Cina continui a crescere, è probabile che il ribasso delle materie prime sia ormai ampiamente esaurito.



Gli Stati Uniti e gran parte del mondo sviluppato hanno assistito a un periodo di pervicace pressione ribassista sui prezzi. I team Asset Allocation e Fundamental Fixed Income di Janus ritengono probabile che questo periodo pastorale di pressione sui prezzi termini. Si vedono già i primi segnali di inflazione, e ci attendiamo continue pressioni rialziste sui prezzi. I professionisti dell'investimento di Janus monitorano i segnali inflazionistici e aggiustano attivamente il portafoglio per tenere conto di queste mutevoli aspettative.

CRESCONO LE PRESSIONI SUI PREZZI DELLE MATERIE PRIME E SULLE RETRIBUZIONI

Il generale aumento del prezzo delle commodities e la recente stabilizzazione del settore energetico hanno contribuito al rialzo dei prezzi, (vedi Energia a pag. 20). L'impatto deflazionistico dell'energia sull'economia negli ultimi due anni sta volgendo al termine in quanto il prezzo del greggio viene da oltre un decennio di ribassi. Tuttavia, non si tratta di un temporaneo rialzo delle materie prime, afferma Myron Scholes, Chief Investment Strategist. Si tratta di qualcosa di più pervasivo; le classi di attivi sul mercato danno segnali di un'inflazione crescente alle porte.

Un fattore fondamentale per l'inflazione è il ritorno alla crescita delle retribuzioni nell'economia statunitense, afferma il Fundamental Fixed Income Portfolio Manager Chris Diaz. I bassi tassi di disoccupazione attuali sono indice di un mercato del lavoro alquanto rigido, specialmente per i lavoratori con esperienza. Di conseguenza, le società riconoscono una retribuzione più elevata pur di ottenere le competenze di cui hanno bisogno, anche se la produttività

» NON SI TRATTA DI UN
TEMPORANEO RIALZO DELLE
MATERIE PRIME. SI TRATTA DI
QUALCOSA DI PIÙ PERVASIVO; LE
CLASSI DI ATTIVI SUL MERCATO



12

Myron Scholes, Ph.D.
Chief Investment Strategist

è stata complessivamente debole. L'incremento anno su anno registrato a ottobre del 2,8% nella retribuzione media oraria è stato il più elevato dal 2009. Se questa tendenza persisterà, le retribuzioni contribuiranno all'andamento dell'inflazione nel 2017 e forse anche nell'anno successivo.

STIMOLI FISCALI ALL'ORIZZONTE?

Anche la prospettiva di stimoli fiscali negli USA è di supporto alle stime sull'inflazione. Mayur Saigal, Global Head of Fundamental Fixed Income Risk Management, osserva che le stime sull'inflazione hanno cominciato a cambiare dopo il voto sulla Brexit di giugno, ma è con le elezioni

>> EMERGONO FORZE INFLAZIONISTICHE NONOSTANTE IL DOLLARO USA SI SIA RAFFORZATO. L'INFLAZIONE PRENDE VITA DALLA DOMANDA INTERNA. CI ATTENDIAMO CHE I CONSUMATORI COMINCERANNO A SPENDERE, E UNA PICCOLA ACCELERAZIONE



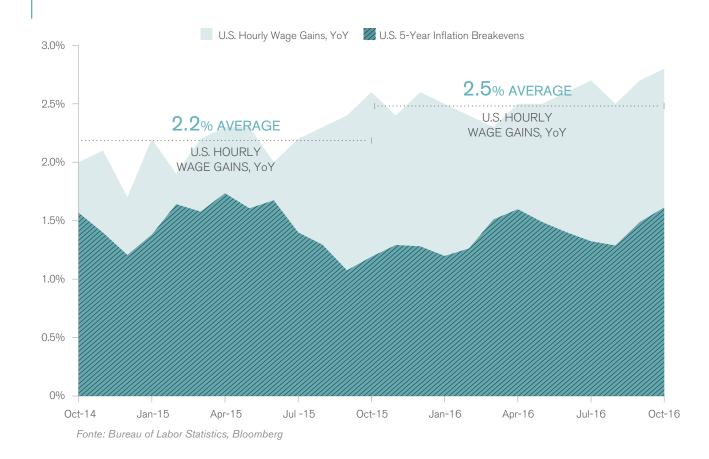
Ashwin Alankar, Ph.D.Portfolio Manager, Global Head of Asset Allocation and Risk Management

presidenziali USA del 2016 che si sono significativamente amplificate. Investimenti infrastrutturali, tagli alle tasse e deregolamentazione - misure che avrebbero tutte un effetto stimolante sull'economia - appaiono ora più probabili con i repubblicani al controllo della Casa Bianca e di entrambe le camere del Congresso.

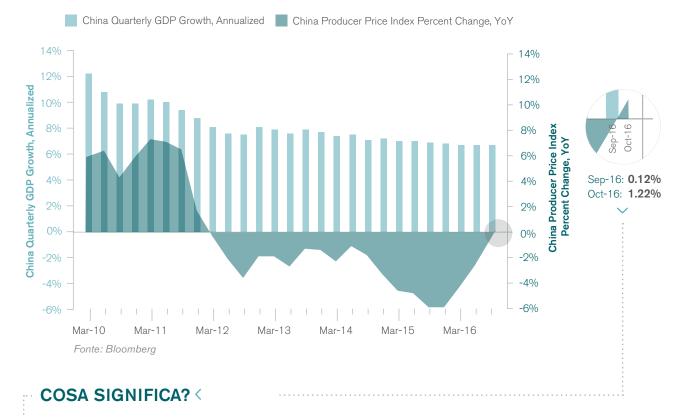
Ashwin Alankar, Global Head of Asset

Allocation, concorda, notando che seppur resti l'incertezza sulla specifica agenda politica, i mercati indicano che la presidenza Trump sarà inflazionistica. Quest'assunzione poggia peraltro sull'andamento dei titoli del tesoro statunitensi, i cui rendimenti successivi alle elezioni si sono rialzati. Mayur Saigal afferma che i rendimenti dei *Treasury* potrebbero rialzarsi ulteriormente se la

LE SOGLIE DELLE RETRIBUZIONI E DELL'INFLAZIONE STATUNITENSE SI STANNO ALZANDO



L'INDICE DEI PREZZI ALLA PRODUZIONE CINESE VOLGE AL POSITIVO



L'incremento dei costi di approvvigionamento per i produttori cinesi può essere il segnale che il ruolo di Pechino come forza deflazionistica è giunto al termine, il che può costituire il necessario vento a favore per le banche centrali dei

crescita dell'economia e dell'inflazione continuerà a spingere al rialzo i rendimenti nel corso del 2017.

Inoltre, stiamo assistendo a forze inflazionistiche a dispetto di un dollaro più forte, sostiene Alankar, e i segnali del mercato dei derivati continuano a vedere un dollaro statunitense rafforzato. Piuttosto che l'inflazione importata, è il timore di spese future che sostiene le spese attuali, lasciando che sia il consumatore statunitense il fattore scatenante della pressione rialzista dei prezzi. Inoltre, una maggiore velocità nella massiccia immissione di moneta negli USA si tradurrebbe in inflazione. L'economia globale ne trarrebbe altrettanto beneficio, sostiene Alankar, in quanto altri paesi importano inflazione attraverso un dollaro più forte.

I RISCHI INFLAZIONISTICI NON SONO LIMITATI AGLI USA, MA NON SONO DIFFUSI A LIVELLO GLOBALE

Un ulteriore impulso all'inflazione globale è costituito dalla Cina. Basse retribuzioni ed eccesso di produzione hanno contribuito a rendere Pechino una fonte di pressioni deflazionistiche e uno dei motivi principali per cui la componente dei

14

prezzi delle merci all'interno dell'inflazione è rimasta compressa. Tuttavia, se il paese lavora per stabilizzare la sua economia industriale, evolvendosi verso un modello economico fondato sui consumi, le forze deflazionistiche provenienti dalla Cina possono essere ridotte. Dopo 54 mesi di pressioni ribassiste sui prezzi, l'indice dei prezzi alla produzione (PPI) cinese è tornato in terreno positivo in settembre, e ha registrato un incremento dell'1,2% in ottobre.

» IL QUADRO INFLAZIONISTICO DEGLI USA APPARE ORMAI CHIARAMENTE, E ALTRETTANTO SI PUÒ DIRE DEL REGNO UNITO. TUTTAVIA, L'EUROPA SI TROVA IN UN CONTESTO PIÀ DIFFICILE. LA SPINTA INFLAZIONISTICA PUÒ



Gestore di Portafoglio di Fundamental Fixed

Garth Yettick, Equity Research Analyst, osserva che le società, in particolare all'interno del settore tecnologico manifatturiero, stanno affrontando un innalzamento delle retribuzioni e stanno cercando attivamente forza lavoro più economica sia nel proprio paese che all'estero, come in Vietnam. Diaz osserva che un incremento nei costi di produzione potrebbe non tradursi in un innalzamento dei prezzi al consumo, ma il rialzo del PPI potrebbe essere un segnale che la Cina cesserà di esportare deflazione nel mondo. Il Portfolio Manager Ryan Myerberg, tuttavia, avverte che la Cina non è del tutto fuori pericolo. A seguito dei termini di scambio commerciale con gli Stati Uniti post-elezione, e della potenziale risposta politica di Pechino, la Cina potrebbe ancora sferrare un brutto colpo alla fiducia globale e generare un evento di rischio estremo da un punto di vista deflazionistico.

L'inflazione si manifesterà anche nel Regno Unito, ma per cause idiosincratiche e non economiche, afferma Myerberg. La Brexit ha causato un massiccio deprezzamento della sterlina, che ha lasciato sul campo circa il 16% contro il dollaro statunitense dal momento del voto di giugno ad oggi. Una svalutazione di queste dimensioni dovrebbe comportare una bolla inflazionistica nel prossimo anno, in quanto l'effetto di transito dalla valuta di norma richiede dai sei ai diciotto mesi.

In Europa, la faccenda è un po' più complessa. Ogni spinta inflazionistica proveniente dagli Stati Uniti e dalla Cina può facilmente essere soffocata dalle turbolenze, tra cui gli effetti negativi della Brexit e le incertezze politiche generali che affliggono la regione, afferma Myerberg. Nonostante la Banca Centrale Europea abbia recentemente esteso il programma di quantitative easing, i tagli programmati o l'annuncio di un arresto al programma di acquisto di attivi per la fine del 2017 potrebbero costituire da freno alle pressioni inflazionistiche.

La periferia meridionale d'Europa ,con i suoi elevati tassi di disoccupazione,

☼ CIÒ CHE RILEVIAMO SUL MERCATO DELLE OPZIONI È CHE L'OBIETTIVO DELLA POLITICA FISCALE È QUELLO DI AGIRE DA FRENO, IMPEDENDO ALL'ECONOMIA DI SCIVOLARE IN RECESSIONE. IN QUESTO SENSO, SOSTITUISCE LA COSIDDETTA «OPZIONE PUT» DELLA FED, CON IL PASSAGGIO DEL TESTIMONE DALLA POLITICA MONETARIA AGLI STIMOLI



Ashwin Alankar, Ph.D.

Portfolio Manager, Global Head of Asset Allocation and Risk Management

rappresenta una sfida ulteriore alle pressioni rialziste sui prezzi, anche in economie con prospettive di crescita migliorate, come la Spagna. Inoltre, se le politiche commerciali statunitensi volgeranno all'istituzione di dazi e al protezionismo, le possibilità che l'inflazione venga esportata saranno significativamente ridotte.

Tenendo a mente questi rischi, Myerberg prevede che l'inflazione globale in Europa si collocherà entro le stime della BCE tra l'1% e l'1,5%, con i dati principali ostinatamente bassi, e rischia di volgere al ribasso. Un elemento catalizzatore di un ritorno all'inflazione, secondo Myerberg, sarebbe l'alleggerimento dei vincoli fiscali nella regione e un corrispondente incremento nella spesa pubblica.

L'INFLAZIONE PUÒ CONDURRE ALLA NORMALIZZAZIONE DEI TASSI D'INTERESSE NEGLI USA

I nostri professionisti degli investimenti ritengono che, negli Stati Uniti, la Fed adotterà una politica inflazionistica per normalizzare i tassi d'interesse. Gli stimoli fiscali aiuterebbero a prolungare l'attuale ciclo economico e ridurrebbero i timori di una recessione, secondo Saigal. La Fed, a sua volta, avrebbe finalmente l'opportunità di rialzare i tassi di interesse. Alankar afferma che il mercato delle opzioni sta già fornendo i primi segnali che la Fed debba rialzare i tassi per

LE CONSEGUENZE PER GLI INVESTITORI

GLI INVESTITORI DOVREBBERO RAMMENTARE 'effetto della pressione inflazionistica sull'economia statunitense.

LE FORZE INFLAZIONISTICHE STATUNITENSI POTREBBERO SPINGEREal rialzo le pressioni sui prezzi all'estero.

L'ESPOSIZIONE AI BENI REALI, ivi incluse le materie prime e i titoli del Tesoro indicizzati all'inflazione, dovrebbe dimostrarsi redditizia in un contesto inflazionistico.

RESTARE CAUTI E CORREGGERE L'ESPOSIZIONE ALLA DURATION E IL POSIZIONAMENTO SULLA CURVA DEI RENDIMENTI appena le politiche



BASSA CRESCITA

SI INTRAVEDE UNA FINE?

In passato, per molti anni una crescita economica inferiore alla media ha penalizzato gli investitori. Pur essendo stata contenuta, la ripresa è durata a lungo. Ora gli investitori cercano indizi per sapere se la crescita continuerà o rimarrà in stallo. Per rispondere a questa domanda, l'Asset Allocation Team di Janus si avvale del modello proprietario basato sulle opzioni: si tratta di un potente strumento che integra le convinzioni di numerosi investitori per stabilire le principali cause di timori e opportunità d'investimento. Come illustrato nel nostro articolo dedicato all'inflazione (cfr. pag. 12), secondo il modello l'inflazione è in prima linea nei nostri timori. Come afferma Ashwin Alankar, Ph.D., Global Head of Asset Allocation and Risk Management: "il mercato delle opzioni indica un rischio elevato per i tassi d'interesse e le obbligazioni a causa dell'aumento delle pressioni inflazionistiche.

LO STIMOLO FISCALE POST-ELETTORALE È UN FATTORE SCATENANTE PER LE AZIONI?

Visto che la Fed ha iniziato il ciclo di rialzi dei tassi per contenere l'inflazione, secondo Myron Scholes, Ph.D., Chief Investment Strategist, e Alankar, occorre un fattore scatenante affinché la crescita economica rimanga sostenuta. Il catalizzatore sarà probabilmente lo stimolo fiscale, insieme ad altri punti dell'agenda dell'amministrazione Trump.

Questo aspetto è illustrato dall'opinione rialzista manifestata dal mercato delle opzioni verso i titoli delle infrastrutture. Eppure, il nostro modello di asset allocation favorisce i finanziaria in questa congiuntura economica. Riteniamo che questo possa essere iputabile alle distorsioni create da tassi di interesse artificialmente bassi. In un contesto di crescita incerto è preferibile evitare in genere i titoli ciclici, inclusi i finanziari.

Tuttavia, a seguito della ricerca di rendimento, la tradizionale "rete di protezione" di un portafoglio azionario (composto da società stabili che pagano dividendi, come i servizi pubblici e i colossi petroliferi) si è convertita in una fonte di rischio, mentre i bistrattati settori ciclici rappresentano ora un approdo sicuro. Secondo Scholes questa tendenza è contraria alla nostra convinzione che i prezzi delle azioni debbano

dipendere dalla crescita e le quotazioni obbligazionarie dal rendimento. Anche i titoli dei beni di consumo dovrebbero trarre benefici dallo stimolo fiscale, che tende ad avere effetti più diretti sui lavoratori statunitensi aumentando la loro liquidità con una riduzione delle imposte o incrementando l'occupazione legata alle infrastrutture.

LA NORMALIZZAZIONE DEI TASSI POTREBBER PERÒ PENALIZZARE IL REDDITO FISSO

La crescita sostenuta da stimoli è maggiormente positiva per le azioni, considerato che gli spread sui titoli corporate sono già vicini ai minimi degli ultimi otto anni. Come sottolinea Mayur Saigal, Global Head of Fixed Income Risk Management, gran parte dell'aumento dei tassi nominali dei Treasury statunitensi, con la fuga di breve durata verso la sicurezza avvenuta tra il referendum sulla Brexit di giugno e la notte prima delle elezioni statunitensi, è dovuto alla crescita delle aspettative inflazionistiche, mentre i rendimenti reali restano invariati. Pur avendo iniziato a normalizzarsi dopo le elezioni, i rendimenti reali hanno ancora spazio di crescita.

Come messo inoltre in evidenza da Saigal, il veloce irripidimento della curva dei rendimenti dal giorno in cui si sono tenute le elezioni presidenziali statunitensi riflette l'accresciuta fiducia

che l'economia possa uscire dai binari entro i quali era rimasta condannata nel periodo successivo alla crisi. Finora i mercati ritengono che la nuova amministrazione attenuerà i suoi slanci contrari al commercio internazionale intraprendendo invece iniziative a sostegno delle imprese, della crescita e reflazionistiche. Se tale crescita avrà luogo – mentre l'inflazione prosegue al rialzo e la Fed normalizza la propria politica - secondo Saigal i rendimenti nominali potrebbero aumentare notevolmente. Questo fenomeno sarebbe probabilmente più pronunciato sul segmento a più lungo termine della curva dei rendimenti. Nel tempo i rendimenti nominali per i Treasury a 10 anni dovrebbero convergere verso il PIL

Per oltre due anni il Fundamental Fixed Income Team di Janus ha ritenuto che gli Stati Uniti stessero attraversando le ultime fasi di un ciclo creditizio, Tali periodi sono contraddistinti dall'aumento dell'attività favorevole agli azionisti, spesso finanziata dall'incremento del debito, a spese degli obbligazionisti. Con la prospettiva di aumento degli utili operativi, l'elevato indebitamento che ha seminato timori tra gli obbligazionisti diventa più gestibile. Come commenta Saigal: "se fossimo stati nelle ultime fasi di ripresa di un ciclo creditizio, avremo assistito a ulteriori fasi di ripresa."

A suo avviso, a più lungo termine, gli obbligazionisti dovranno monitorare altri fattori, tra i quali l'aumento dei deficit, i

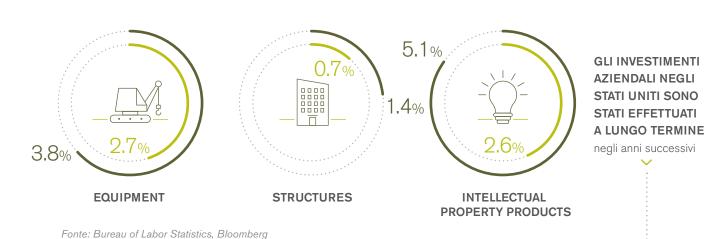
DE SOCIETÀ CHE PRESENTANO DATI IN CRESCITA APPAIONO
PARTICOLARMENTE INTERESSANTI IN QUESTA FASE. REINVESTONO NELLA
PROPRIA ATTIVITÀ, E ANCHE QUANDO NON RICONOSCONO DIVIDENDI
PARTICOLARMENTE ELEVATI, RITENGO CHE NEL LUNGO TERMINE SIANO
PIÙ REDDITIZIE. INOLTRE, LE SOCIETÀ CON DATI IN NETTA CRESCITA NON



16 — ______ 17 —

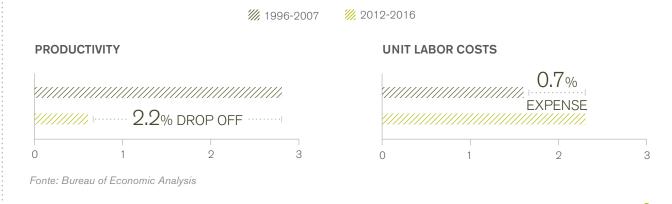
U.S. INVESTIMENTI DELLE IMPRESE STATUNITENSI E AUMENTO DELLA PRODUTTIVITÀ

— 1990-2007 **—** 2011-2015



COSA SIGNIFICA? <

Senza investimenti, la produttività cala e il costo del lavoro aumenta. Questo può condurre a un'inflazione più alta, perche i nuovi entrati della forza lavoro sono meno produttivi



18

> INTRAVVEDIAMO IN UNA CRESCITA LIMITATA NON SOLO L'OPPORTUNITÀ DI AUMENTO DELLE AZIONI, MA ANCHE DEL VALORE. LA DISPERSIONE DELLE REDDITIVITÀ FRA LE AZIONI VALUE OFFRE L'OPPORTUNITÀ AGLI INVESTITORI DISCIPLINATI DI FARE ACQUISTI A PREZZI SCONTATI.



dati demografici avversi, la mancanza di risparmi e il calo di produttività. Gli ultimi tre sono in parte la causa della costante revisione al ribasso delle previsioni della Fed sul tasso d'interesse naturale o finale, Questa misura rappresenta la stima della Fed del livello a lungo termine dei tassi d'interesse necessari per consentire al PIL di raggiungere il suo potenziale senza alimentare l'inflazione.

In seguito alla crisi, i programmi di allentamento quantitativo e le indicazioni prospettiche della Fed hanno ridotto i premi a termine, i premi di credito e i rendimenti reali, una situazione aggravata dalla globale politica aggressiva delle banche centrali dopo il 2014. Un ritorno alla crescita globale sostenuta dagli Stati Uniti dovrebbe, a suo giudizio, sostenere i mercati obbligazionari globali.

positivo. Ad avviso di Wellso, la tendenza ai riacquisti di azioni proprie ha raggiunto il massimo: in molti casi i dividendi superano i free cash flow. Come ha affermato: "alcune di gueste società stanno offrendo rendite in calo". "Se sborsate già il 100% dei free cash flow senza reinvestirli nell'azienda, nel tempo i rendimenti impiegati per distribuire dividendi caleranno: non credo che sia una situazione sostenibile." Anziché assumere un punto di vista a breve termine e optare per surrogati obbligazionari, Wellso preferisce le aziende in crescita e a suo avviso gli investitori giungeranno alla stessa conclusione.

quello che si è recentemente dimostrato

Prevediamo tuttavia che prosegua la tendenza delle aziende a cercare la crescita tramite il consolidamento. Anche in caso di rialzi moderati dei tassi, i costi di finanziamento rimarranno

19

a livelli in cui la maggior parte delle operazioni di fusione e acquisizione sono positive. Il consolidamento dovrebbe essere sostenuto dalle società che continuano ad acquistare concorrenti a valutazioni convenienti, integrandole nelle piattaforme esistenti e cogliendo rapidamente i benefici di utili maggiori realizzati su un maggior numero di acquirenti.

Wellso ritiene inoltre che la lenta crescita obbligherà gli investitori a cercare le opportunità in modo più attivo. Casi di crescita epocale come il cloud computing e le terapie innovative nel settore della salute rimangono aree d'interesse; cfr. il capitolo Innovazione a pagina 23. Nonostante la loro minore entità, anche le piccole imprese meritano di essere analizzate, in particolare considerata la sensibile riduzione del loro premio storico rispetto alle società a grande capitalizzazione.

I MODELLI D'INVESTIMENTO SI ADATTANO ALLA DISSOLUZIONE DEL CONTESTO DI TASSI CONTENUTI

L'opinione di Alankar secondo cui il contesto di tassi contenuti si avvicina alla conclusione in alcuni paesi è condivisa da Carmel Wellso, Director of Research, che cita i crescenti timori delle autorità in merito a bolle speculative potenzialmente pericolose e la continua pressione dei bassi tassi sulla redditività delle banche. Nonostante il minor sostegno alla politica monetaria, Wellso rimane ottimista: ritiene che poche classi di attivi siano in grado di soddisfare l'attuale profilo di rischio/rendimento delle azioni. In effetti, intravede un rialzo delle azioni fino al 20%, qualora si normalizzino i premi al rischio azionario.

Gli azionisti dovranno inoltre basarsi su un portafoglio molto diverso rispetto a

>> RITENIAMO CHE IL 2017 SIA UNA TAPPA NEL CAMMINO VERSO LA NORMALIZZAZIONE. LA FED INTENDE MIGRARE VERSO UN NUOVO TERRENO PIÙ INFLATTIVO E NON SARÀ COSÌ AGGRESSIVA DA MANDARCI IN RECESSIONE. GLI ASSET CHE TRARRANNO BENEFICIO DALL'INFLAZIONE



LE CONSEGUENZE PER GLI INVESTITORI

PENSATE A EVITARE I SURROGATI OBBLIGAZIONARI. Cercate invece aziende in crescita, un valore che a nostro avviso verrà presto riscoperto dal mercato.

CONSIDERATE IL CREDITO A BREVE SCADENZA poiché la parte lunga della curva dei rendimenti è soggetta a una forte correzione in caso di aumento dei tassi.

ENERGIA UN ATTO DI RIEQUILIBRIO

Dopo essere crollate all'inizio del 2016, le quotazioni del greggio sono rimbalzate nel primo semestre e da allora sono rimaste confinate in una fascia di oscillazione compresa tra 40 e 60 dollari al barile. Riteniamo che nel 2017 i prezzi possano aumentare ulteriormente qualora l'OPEC e altri grandi paesi produttori di petrolio mantengano le promesse di contingentare la produzione nel corso dell'anno. Di conseguenza, come commentato dall'Equity Research Analyst Noah Barrett, CFA, attualmente il settore è più ottimista. Apprezziamo che le società sopravvissute abbiano resistito ad un contesto impegnativo e che ora dispongano di un piano credibile per fronteggiare i bassi prezzi. Stiamo inoltre tenendo sotto osservazione i fattori che secondo noi spingeranno i prezzi al rialzo nei prossimi anni, in particolare nell'ambito della dinamica della domanda/offerta, monitorando i produttori che a nostro avviso trarranno maggiori benefici quando la domanda di petrolio supererà finalmente l'offerta.

20

QUOTAZIONI PETROLIFERE LIMITATE DALL'ECCESSO DI OFFERTA

Nel 2016 la dinamica della domanda/ offerta è rimasta orientata a favore di quest'ultima, poiché il continuo eccesso di disponibilità e gli elevati livelli delle scorte hanno esercitato una pressione ribassista sulle quotazioni petrolifere. Quando i prezzi sono rimbalzati dai minimi di inizio 2016, i produttori globali hanno risposto con un'offerta aggiuntiva, limitando con efficacia le quotazioni petrolifere. Allo squilibrio tra domanda e offerta ha contribuito anche la riluttanza dell'OPEC, fino al termine dell'anno scorso, a contingentare la produzione. Inoltre, nonostante l'impegno del cartello e di altri paesi non aderenti all'OPEC a ridurre la produzione, rimane da vedere se i tagli pianificati verranno attuati. Secondo l'Equity Research Analyst Kris Kelley, CFA, questa generale mancanza di disciplina nel cartello induce alcuni timori.

Un'altra fonte di preoccupazione ad avviso di Kelley è la disponibilità degli investitori a continuare a fornire finanziamenti alle compagnie petrolifere senza che dimostrino in alcun modo di esser in grado di generare rendimento del capitale investito. Come spiega Justin Tugman, CFA e Portfolio Manager di Perkins Investment Management,

» NON CI SONO REGOLE. GLI
INVESTITORI HANNO AFFIDATO
LORO UN SIGNIFICATIVO
IMPORTO DI LIQUIDITÀ CHE
È STATO BRUCIATO SENZA
NEPPURE OFFRIRE UN ADEGUATO
RENDIMENTO SUL CAPITALE.



nonostante il numero di società che hanno dichiarato fallimento, molte di esse subito dopo aver collocato nuove azioni sul mercato, un numero importante di investitori azionari rimane disposto a finanziare queste partecipazioni. Eppure, i fallimenti, in particolare nel settore dell'esplorazione e produzione (E&P) non hanno operato l'impietosa selezione di quegli indesiderabili team manageriali che lui auspicherebbe; molti, se non tutti, i procedimenti si sono risolti semplicemente affidando una società ricapitalizzata con una leva finanziaria in bilancio più ridotta agli stessi team di manager che avevano condotto al fallimento.

Nonostante la generale mancanza di disciplina, il Fundamental Fixed Income

≫ IL MERCATO HA CONTINUATO A PREMIARE LE AZIENDE CON CRESCENTE PRODUTTIVITÀ, INVECE CHE QUELLE CHE SI FOCALIZZANO

SU UNA MAGGIORE DISCIPLINA PATRIMONIALE. GLI ATTORI MENO



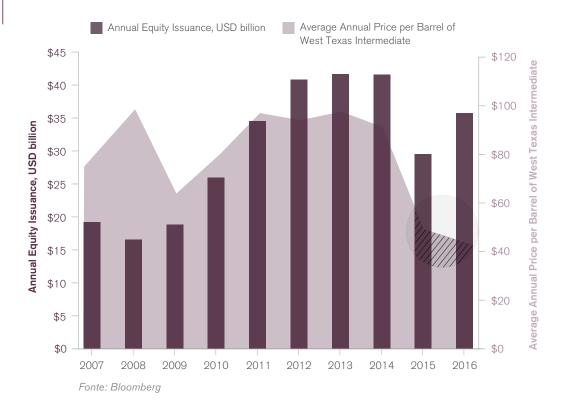
Justin Tugman, CFA
Portfolio Manager,
Perkins Investment Management

Portfolio Manager Seth Meyer, CFA, riconosce che le società che hanno ridotto la capacità hanno ottimizzato l'attività e sostenuto i bilanci vendendo attivi. Secondo i professionisti degli investimenti di Janus, queste società, in particolare quelle con attivi di qualità e prospettive di produzione di lungo periodo, hanno una migliore possibilità di

superare i diversi scenari di quotazione del greggio e forniscono ottime opportunità d'investimento.

Tugman individua inoltre quelle che considera le società di maggior qualità, ovvero le imprese i cui bilanci non sono gravati da un indebitamento eccessivo e che dispongono ancora di attivi di qualità e team di gestione che allocano il

LE EMISSIONI AZIONARIE NEL SETTORE ENERGETICO USA RESTANO





DI AZIONI DEL SETTORE ENERGETICO SONO AUMENTATE NUOVAMENTE

COSA SIGNIFICA? <

L'interesse degli investitori per le aziende growth ha consentito alle società di attingere ancora al mercato, differendone

capitale in modo efficace. Come spiega, nonostante la difficoltà a trovare tali opportunità nell'energia, la debolezza di questo segmento ha indotto molti investitori a valutare allo stesso modo i settori collegati, come l'industria. Di conseguenza, molte società altrimenti solide, con valutazioni ragionevoli, sono state ingiustamente liquidate dal mercato, offrendo agli investitori esperti opportunità in questi settori correlati all'energia.

UNA DOMANDA PIÙ SOSTENUTA INDICA UN'IMPENNATA FINALE DELLE QUOTAZIONI DEL GREGGIO

Il Fundamental Fixed Income Global Analyst Jason Groom sottolinea che il settore sta fronteggiano una crescita della domanda, un calo naturale della base produttiva e la mancanza di investimento nella spesa in conto capitale. Le quotazioni del greggio ostinatamente basse riducono la redditività e rendono le società esitanti ad iniziare i progetti che richiedono una consistente spesa in conto capitale, come quelli di trivellazione marina. Qualora proseguisse la debolezza della spesa in conto capitale, Groom prevede un divario di almeno 20 milioni di barili al giorno (bpd) per i prossimi 10 anni.

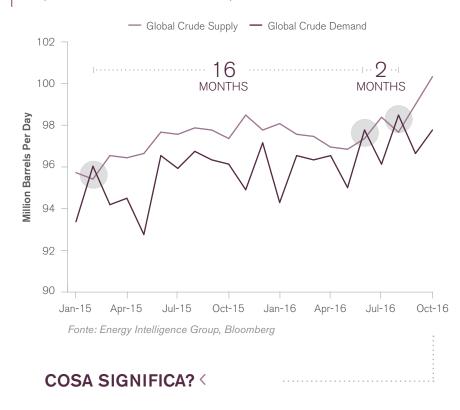
Anche se lo scisto statunitense è il principale fattore di crescita a breve termine, è probabile che possa soddisfare la domanda solo per 5-10 milioni di bpd.

MOLTI IMPORTANTI PROGETTI DI PERFORAZIONE IN ACQUE PROFONDE NON SONO STATI VARATI, INCREMENTANDO LA PROBABILITÀ DI SIGNIFICATIVE



DOMANDA E OFFERTA GLOBALE DI GREGGIO

La perdurante tendenza di un'offerta superiore alla domanda è stata infine



Se questo andamento verrà confermato, insieme ai tagli alla produzione annunciati dall'OPEC alla fine del 2016, il mercato del greggio potrà tornare in

LE CONSEGUENZE PER GLI INVESTITORI

GLI INVESTITORI DEVONO CAPIRE QUALI SOCIETÀ CRESCONO IN LINEA CON LA LORO MEDIA e quali stanno invece spendendo e producendo in eccesso, mettendo a rischio la propria sopravvivenza. Un ulteriore calo delle quotazioni petrolifere potrebbe penalizzare alcune società indisciplinate all'inizio della catena.

PUR MUOVENDOSI ENTRO UNA FASCIA DI OSCILLAZIONE A BREVE TERMINE, il greggio potrebbe essere sospinto al rialzo prima del 2019 se il sistema registra uno shock, come un taglio sostenuto della produzione OPEC, un'interruzione non pianificata dell'offerta o altri eventi esogeni.

UN IMMINENTE SQUILIBRIO TRA DOMANDA E OFFERTA PRESENTA
DELLE OPPORTUNITÀ per le società esposte a fonti di offerta a costi superiori.



GLI

Siamo convinti che gli investitori riscopriranno presto l'importanza della crescita, soprattutto se l'espansione economica generale dovesse continuare a stentare. Solo le imprese innovatrici ci sembrano offrire le migliori prospettive di crescita. "L'innovazione non è mai stata così rapida, così come non è mai stato così rapido il ritmo degli sconvolgimenti digitali", afferma Brinton Johns, Portfolio Manager. "Tutte le aziende sono aziende tecnologiche, che ne siano consapevoli o no."

L'innovazione non è limitata alle imprese tecnologiche. I Portfolio Manager e gli analisti di Janus vedono nell'innovazione un fattore di differenziazione chiave tra i diversi settori. Di conseguenza, sebbene ci siamo a lungo concentrati su aziende leader nei settori tecnologico, biotech e dei dispositivi medici, vediamo anche esempi di imprese dei settori industriale e dei beni di consumo adottare tecnologie e processi rivoluzionari. Di seguito riportiamo le quattro aree in cui scorgiamo le opportunità più interessanti per il 2017 e oltre.

INTERNET E MACCHINE PIÙ INTELLIGENTI

Il Global Technology Team di Janus è convinto che il passaggio ai dispositivi mobili e al cloud segni un cambiamento epocale nel settore. Tuttavia, il team considera questi sviluppi come un mezzo per raggiungere un fine, che fornisce la struttura necessaria per una serie di nuove applicazioni. La maggior parte di queste attività si concentra sul cosiddetto "Internet delle cose" (Internet of Things, IoT), in cui oggetti

22 — 23 —

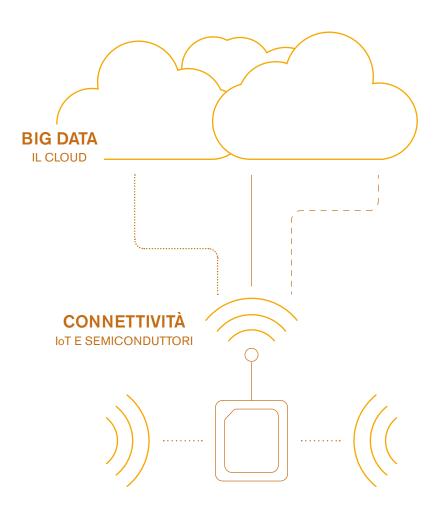
della vita quotidiana sono connessi a Internet. Brad Slingerlend, CFA, Equity Portfolio Manager, ritiene che l'attuale convergenza tra connettività, raccolta dati e capacità di elaborazione porterà a ciò che egli chiama "l'Internet delle cose intelligenti". A quello stadio i programmi useranno algoritmi specifici al settore grazie ai quali potranno auto-formarsi, ossia "imparare" durante l'elaborazione dei dati, e saranno in grado di identificare le relazioni e costruire soluzioni che andranno ben oltre la portata dei programmatori umani.

L'apprendimento automatico è stato al centro dell'attenzione quando, nel 2016, Alphabet ha ridotto il consumo energetico dei propri data center del 15% usando algoritmi di questo tipo. L'Equity Portfolio Manager Denny Fish prevede che il rapido sviluppo di nuovi concetti, tra cui la visione computerizzata e migliori capacità linguistiche, accelererà lo sviluppo dell'intelligenza artificiale. In questo contesto rientra anche la cosiddetta realtà aumentata, che permetterà ai programmatori di inserire nel mondo reale degli oggetti generati digitalmente. A nostro parere ciò avrà delle implicazioni profonde sullo sviluppo di nuovi prodotti da parte di imprese operanti, tra gli altri, nei settori industriale e dei dispositivi medici.

AUTO SENZA CONDUCENTE E REPARTI DI PRODUZIONE INTUITIVI

L'importanza della tecnologia e dell'innovazione è sempre più evidente nel settore industriale. David Chung, CFA, Equity Research Analyst, sottolinea i recenti progressi nel settore automobilistico. "Fino a un anno fa i sistemi di assistenza avanzata alla guida (advanced driving assisted systems, ADAS) erano visti come dei dispositivi atti ad aumentare la sicurezza. Si pensi all'avviso quando il conducente

L'INNOVAZIONE DELLE COSE



oltrepassa inavvertitamente i delimitatori di corsia sull'autostrada o alla frenata di emergenza automatica. Ma gli sviluppi realizzati recentemente fanno di questi sistemi un elemento chiave nella strada verso i veicoli senza conducente", afferma. Chung fa notare che caratteristiche quali videocamere, sensori, radar e la rilevazione e la misura della distanza a mezzo della luce (LIDAR), combinate con software dalle migliori capacità, stanno spingendo il settore verso le auto con pilota automatico. "Le aziende cominciano a definire calendari specifici per gli sviluppi tecnologici, prevedendo un passaggio dal livello 1 – un certo tipo di assistenza alla guida - ai livelli 4 e 5, in

cui la guida è completamente automatica"

Chung è inoltre molto entusiasta circa l'applicazione dell'Internet delle cose alle aziende del settore industriale. È convinto che la condivisione dei dati tra i diversi macchinari di un reparto di produzione permetterà ai responsabili di monitorare più efficacemente le operazioni, elaborare dei piani per affrontare i tempi morti, ordinare i pezzi di ricambio prima di un arresto forzato e, in definitiva, aumentare la produttività. "In sostanza, è come se le macchine fossero in grado di esprimersi", spiega Chung. "Ad attrarre sono le vastissime opportunità offerte."

>> RITENGO CHE L'INTERNET INDUSTRIALE STIA ANCORA MUOVENDO I PRIMI PASSI, MA SONO FIDUCIOSO NELLE PROSPETTIVE DELLE AUTO SENZA CONDUCENTE. SI TRATTA SOLO DEL QUANDO AVVERRÀ.



David Chung, CFA
Equity Research Analyst

Chung ritiene che l'Internet delle cose nel settore industriale si trovi nella sua fase di sviluppo. L'industria sta ponendo le basi e i principali attori stanno esplorando modi in cui integrare l'Internet delle cose nei loro processi e prodotti. Alcune aziende stanno persino cercando di definire una piattaforma a livello settoriale con standard comuni allo scopo di favorire un'adozione più rapida e diffusa.

Più avanti, Chung vede prospettive promettenti anche nella produzione additiva. Questo concetto può essere visto come la nuova generazione della stampa in 3-D. Sebbene ci si sia concentrati sulla creazione di prototipi e oggetti più piccoli, i nuovi processi permettono l'integrazione di materiali più sofisticati per creare prodotti più complessi. Chung cita l'esempio della produzione di motori a turboelica da parte di GE. Quando GE è passata alla produzione additiva, il numero di pezzi necessari per fabbricare il motore è precipitato da oltre 850 ad appena 15. Sviluppi di questo tipo rivoluzioneranno le catene di distribuzione, ridurranno nettamente i tempi di progettazione e, infine, creeranno dei prodotti di qualità superiore in maniera più efficace.

BENEFICI SIGNIFICATIVI NELL'ALLUNGAMENTO DELLA DURATA DELLA VITA

I rapidi progressi riguardano anche il settore della sanità. Negli ultimi anni abbiamo assistito ad un aumento delle autorizzazioni da parte della Food and Drug Administration (FDA) per terapie innovative che rispondono a necessità mediche non soddisfatte.

Andy Acker, CFA, Equity Portfolio Manager, è convinto che la prossima ondata di innovazione verrà dalle terapie combinate, che includono spesso biofarmaci autorizzati di recente. La combinazione di Opdivo di Bristol-Myers Squibb e di Yervoy ha già portato a significativi miglioramenti nei tassi di sopravvivenza dei pazienti affetti da melanoma metastatico, un cancro della pelle in stadio avanzato. Nei prossimi due anni ci aspettiamo che la FDA autorizzi terapie combinate per altre malattie, tra cui il cancro ai polmoni. "La ragione per cui è così importante è che esiste l'opportunità di sviluppare cure efficaci a lungo termine per tumori precedentemente incurabili", afferma Acker.

L'innovazione non si limita ai biofarmaci. I progressi nei dispositivi medici migliorano la cura di patologie importanti come il diabete e le malattie cardiovascolari. Col tempo prevediamo che l'introduzione di un sistema di monitoraggio continuo del glucosio permetterà al circa 70% di diabetici di tipo 1 e al numero sempre più crescente di diabetici di tipo 2 di gestire più efficacemente i propri livelli di zucchero nel sangue. I benefici per le persone e per il sistema sanitario nel suo complesso sono notevoli dato che circa un quarto della popolazione statunitense è affetta da diabete di tipo 2 o presenta un'alterata tolleranza al glucosio, ossia un elevato rischio di sviluppare la malattia.

Anche la miniaturizzazione dei dispositivi e le capacità di comunicazione viste in altri settori svolgono un ruolo nell'innovazione medica. Siamo convinti che nei prossimi anni i dispositivi di

SCIENZE DELLA VITA: MERCATO IN ESPANSIONE PER LE

IL DIABETE È UNA SFIDA GLOBALE CHE STA EMERGENDO

108 MILIONI 422 MILIONI

DATI AL 1980 DATI AL 2014

390%

NEGLI ULTIMI 34 ANNI



DELLA POPOLAZIONE

1 SU 11 PERSONE

COLPITE DA DIABETE



ESITO SFAVOREVOLE

5,2 MILIONI

DECESSI ANNUI CORRELATI AL DIABETE

Fonte: Organizzazione Mondiale della

24

)5



monitoraggio per il diabete diventeranno più efficaci, non solo per la sospensione della dose di insulina, ma anche per la somministrazione in maniera tempestiva non appena viene rilevato un evento ipoglicemico. Con il miglioramento degli algoritmi, dei sensori e della comunicazione, i ricercatori potrebbero realizzare un sistema chiuso in grado di funzionare efficacemente come un pancreas artificiale.

Nell'ambito delle terapie cardiovascolari, le imprese progrediscono sulla scia dei successi passati. L'uso del catetere per inserire lo stent nelle arterie malate ha portato alla procedura TAVR, ossia la sostituzione della valvola aortica per via transcatetere. Attualmente il settore si sta concentrando sulla risposta a un'altra esigenza medica insoddisfatta: la sostituzione della valvola mitrale per via transcatetere, o TMVR, che prevede la sostituzione di un altro tipo di valvola cardiaca. "Il cattivo funzionamento delle valvole aortiche è una minaccia per molti

pazienti anziani. Tuttavia, nella maggior

parte de casi è la valvola mitrale a dover

essere riparata", afferma Ethan Lovell,

Equity co-Portfolio Manager di Janus

Global Life Sciences. Lovell ritiene che

la procedura TMVR sia un mercato

molto più vasto della TAVR, che andrà

a beneficio di un numero più ampio di

pazienti.

IL CONSUMATORE PRIMA DI TUTTO

L'innovazione non avviene sono nei laboratori, ma anche nella mente dei manager aziendali. L'avvento dell'ecommerce ha sconvolto diversi business model del settore dei consumi. Alcuni team di gestione prendono alla lettera il detto secondo il quale le opportunità nascono dalle difficoltà. Perciò il team del settore dei consumi di Janus sta individuando le società che fanno leva sulle nuove tecnologie per rispondere alle esigenze sempre diverse dei consumatori.

Il proliferare dell'offerta e delle piattaforme ha fatto aumentare nettamente il potere negoziale dei consumatori. "Con la transizione dei business model verso le piattaforme digitali, le società che avranno più successo nella battaglia per gli acquisti online sono quelle che pongono il consumatore al centro di tutto e che hanno come principi cardine il valore e

LE CONSEGUENZE PER GLI INVESTITORI

L'UNICA COSTANTE È IL CAMBIAMENTO: Gli investitori del settore tecnologico devono cercare di identificare quali sono le tecnologie e le applicazioni innovatrici che porteranno alle imprese large-cap di domani.

FOCALIZZARSI SULL'INNOVAZIONE, PIUTTOSTO CHE SUI CICLI: gli investitori devono ignorare la consueta ciclicità dei settori industriali e andare alla ricerca delle tendenze che caratterizzeranno il panorama nei prossimi tre-cinque anni.

GLI INVESTITORI DEL SETTORE DELLA SANITÀ DEVONO CONCENTRARSI SUI GESTORI CON APPROCCIO ATTIVO CHE INVESTONO IN IMPRESE CHE INDIVIDUANO TERAPIE ORIGINALI sufficientemente diverse dagli attuali standard di cura da meritare di essere coperte da programmi governativi e compagnie assicuratrici.

26

Nota per tutti i lettori: A SCOPO PURAMENTE INFORMATIVO. Questo materiale non costituisce e non deve essere considerato una consulenza finanziaria, legale o fiscale né una raccomandazione, una sollecitazione o un parere sui meriti di qualsivoglia investimento. Nulla di quanto contenuto nel materiale sarà considerato una offerta diretta o indiretta di servizi di gestione degli investimenti o una offerta di titoli da parte di Janus Capital Group e delle sue controllate ("Janus") e non è considerato su misura per le esigenze di alcun cliente. Tutto quanto non descrive fatti concreti rappresenta un parere dell'autore/i, ed i pareri sono considerati una illustrazione di temi più generali, non sono una indicazione di intenzioni di trading e possono variare in qualsiasi momento in funzione di cambiamenti delle condizioni economiche o dei mercati. Janus non è responsabile della eventuale illecita distribuzione a terzi del presente documento, in tutto o in parte, o per informazioni ricostruite dal presente documento e non garantisce che le informazioni fornite siano accurate, complete o tempestive, né offre alcuna garanzia in merito ai risultati ottenuti dal suo utilizzo. Non intende suggerire o indicare che i risultati correnti o storici siano indicativi della redditività futura o delle aspettative. Come tutti gli investimenti, esistono rischi intrinseci che ognuno deve tenere presenti.

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

Nota per i lettori di Hong Kong, Taiwan e Singapore: Pubblicato: (a) Taiwan R.O.C da Janus Capital Taiwan Limited, operante in modo indipendente, autorizata e regolamentata dalla Financial Supervisory Commission R.O.C, (b) Hong Kong da Janus Capital Asia Limited, autorizzata e regolamentata dalla Securities and Futures Commission di Hong Kong, e a (c) Singapore da Janus Capital Singapore Pte. Limited (n. di registrazione 200617443N), regolamentata dalla Monetary Authority of Singapore. A Singapore, disponibile unicamente per investitori istituzionali e accreditati ai sensi dell'articolo 4A della Securities and Futures Act (Cap. 289), mentre per il resto non può essere distribuito a Singapore.

Nota per i lettori di Australia e Nuova Zelanda: Pubblicato da Janus Capital Asia Limited (ARBN 122 997 317), costituita a Hong Kong, esente dall'obbligo di avere una autorizzazione a offrire servizi finanziari in Australia, autorizzata e regolamentata dalla Securities and Futures Commission di Hong Kong ai sensi della legge di Hong Kong che differisce dalla legislazione australiana. In Nuova Zelanda il presente documento può essere distribuito unicamente ai "wholesale investors" nell'accezione della Financial Markets Conduct Act del 2013. La definizione comprende (i) i clienti istituzionali selezionati la cui attività primaria è l'investimento di denaro, oppure (ii) le persone che rispettano i criteri sull'attività d'investimento previsti o che superano alcune soglie su attività e fatturato, oppure (iii) una persona che ha completato una certificato che attesti la loro esperienza nella compravendita di prodotti d'investimento, oppure (iv) investitori che investono somme minime di NZD 750.000. Il presente non è un prospetto registrato o rendimento finanziario né una comunicazione informativa sul prodotto prescritto dalla legge neozelandese e non rappresenta una offerta di titoli al pubblico ai fini della Securities Act del 1978 né un'offerta regolamentata ai sensi della Financial Markets Conduct Act del 2013. Esso non va copiato né distribuito ad altre persone in Nuova Zelanda. In Australia e Nuova Zelanda, destinato unicamente ai clienti wholesale.

In Australia, Janus Capital Management LLC, INTECH Investment LLC e Perkins Investment Management LLC sono autorizzate a svolgere servizi finanziari ai sensi di una esenzione dall'obbligo di detenere una licenza australiana per servizi finanziari ai sensi dell'Australian Corporations Act del 2001. Janus INTECH e Perkins sono regolamentati dalla Securities Exchange Commission degli USA ai sensi della legislazione statunitense, che differisce dalla legislazione australiana.

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

Nota per i lettori sudcoreani: Pubblicato da Janus Capital International Limited, autorizzata e regolamentata dalla UK Financial Conduct Authority. In Corea del Sud, disponibile unicamente per gli Investitori Professionali Qualificati.

Nota per i lettori europei: Pubblicato in Europa da Janus Capital International Limited ("JCIL"), autorizzata e regolamentata in Gran Bretagna dalla Financial Conduct Authority e pubblicato inoltre da Janus Capital (Switzerland) LLC, autorizzata e regolamentata in Svizzera dalla FINMA.

Nota ai lettori del Medio Oriente: JCIL è regolamentata dalla Dubai Financial Services Authority come Ufficio di rappresentanza. JCIL è autorizzata e regolamentata dalla UK Financial Conduct Authority. I contenuti del documento non sono stati approvati, autorizzati o registrati dalla Banca Centrale del Bahrein, dall'Autorità di vigilanza del Botswana, dalla Qatar Central Bank, dalla Saudi Arabian Capital Market Authority, dalla Banca centrale degli EAU, dalla Securities and Commodities Authority, dalla Kuwaiti Capital Maarkets Authority o da altre autorità o agenzie pubbliche competenti in Medio Oriente. Questa presentazione non costituisce un'offerta pubblica di titoli nel Sultanato dell'Oman , previsto dalla Commercial Companies Law of Oman (Regio Decreto n. 4/74) o dalla Capital Market Law of Oman (Regio Decreto Royal Decree No. 80/98), o ai sensi della legge del Kazakhistan. Nessuna operazione sarà conclusa in Medio Oriente ed eventuali richieste vanno presentate a JCIL.

Nota per i lettori in Africa: JCIL non è autorizzato alla commercializzazione in Sud Africa. I contenuti di questa presentazione non sono stati approvati, autorizzati o registrati dall'Autorità di vigilanza del Botswana.

Nota per i lettori in Colombia: I prodotti e/o i servizi di JCIL non possono essere promossi o commercializzati in Colombia o a residenti in Colombia a meno che tale promozione e commercializzazione non rispetti il Decreto 2555 del 2010 ed altre regole e normative applicabili in relazione alla promozione di prodotti e/o servizi finanziari esteri e/o titoli collegati in Colombia o a residenti in Colombia. JCIL o altre persone o soggetti collegati non hanno ottenuto alcuna autorizzazione o licenza dalla Sovrintendenza Finanziaria della Colombia o da altre autorità governative in Colombia per commercializzare o vendere i suoi prodotti e/o servizi in Colombia o ai residenti in Colombia.

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.

Nota ai lettori canadesi: In Canada, i prodotti e servizi di Janus Capital Institutional sono offerti attraverso Janus Capital Management LLC, registrata come consulente nella categoria dei gestori di portafogli e come dealer nella categoria dei dealer esenti in ciascuna delle province di Alberta, British Columbia, Manitoba, Ontario e Quebec. In queste province, i servizi sono offerti unicamente agli "Accredited Investors" nella definizione del National Instrumenti 45-106 ed ai "Permitted Clients" nella definizione del National Instrumenti 31-103.

Janus Capital Management LLC ricopre la funzione di consulente per gli investimenti. Janus, INTECH e Perkins sono marchi registrati di Janus International Holding