

# È tempo di riconsiderare i titoli growth e value USA?



**Marco PIRONCINI**  
Head of Equities, US  
Portfolio Manager



**Alec Murray**  
Client Portfolio Manager  
- Equities

- *La sovraperformance dei titoli growth rispetto ai titoli value ha raggiunto livelli record, così come il gap delle valutazioni.*
- *Il contesto è stato ideale per la crescita dei titoli growth: i tassi di interesse sono crollati, e le aziende tecnologiche statunitensi sono diventate sempre più dominanti negli Stati Uniti e all'estero. Tuttavia, riteniamo che questo contesto ideale non possa durare a lungo. L'inflazione - che è rimasta latente per anni - potrebbe aumentare a seguito di misure di stimolo. Storicamente, i titoli value hanno sovraperformato le azioni growth durante i periodi inflazionistici.*
- *Ci aspettiamo che selezionati titoli di qualità in grado di attraversare questo difficile periodo economico potrebbero beneficiare di un rimbalzo dell'economia globale e degli Stati Uniti e di un ritorno dell'inflazione.*
- *Data l'incertezza riguardo alle tempistiche di una reflazione dell'economia statunitense e la possibilità di un corrispondente aumento dei tassi di interesse, riteniamo che sia prudente aumentare l'esposizione sia ai titoli value di alta qualità sia ai titoli growth, riducendo al contempo l'esposizione ai titoli 'hyper-growth' e a quelli 'deep-value'.*

## La sovraperformance trentennale dei titoli growth rispetto a quelli value ha superato il picco precedente del 2000



Fonte: Amundi sulla base dei dati di Bloomberg al 30 settembre 2020. **I risultati passati non sono indicativi di risultati futuri.** Il grafico mostra il rapporto tra l'indice Russell 1000 growth e il Russell 1000 value (prezzo). Gli indici non sono gestiti e i loro rendimenti presuppongono il reinvestimento dei dividendi e, a differenza dei rendimenti dei fondi comuni di investimento, non riflettono alcuna commissione o spesa associata a un fondo comune di investimento. Non è possibile investire direttamente in un indice.

### Perché i titoli growth hanno sovraperformato i titoli value

Riteniamo che ci siano due ragioni principali alla base della sovraperformance dei titoli growth:

- **Calo dell'inflazione e dei tassi di interesse:** la crescita dell'indice dei prezzi al consumo (CPI) su base annua ha raggiunto il 3,5% nel mese di ottobre 2007 ed è stata inferiore a questo livello da allora, toccando l'1,3% nel mese di agosto 2020. Questa tendenza ha influenzato negativamente le aziende che sono esposte alle

**"Il successo delle prime cinque aziende dell'indice S&P 500 ha spinto l'indice a livelli record, anche in piena pandemia."**

commodity, molte delle quali fanno parte dell'universo value. Al contempo, il tasso del Treasury decennale statunitense è sceso dal 4,5% del 1° ottobre 2007 allo 0,68% il 30 settembre 2020. Ciò ha rappresentato un fattore negativo per i titoli finanziari, che hanno continuato a dominare l'universo value e basano la capacità di generare profitti sul margine di interesse. Viceversa, la diminuzione dei tassi di interesse è stata positiva per i titoli growth, in quanto un tasso di sconto più basso è stato applicato ai flussi di cassa attesi, aumentando il valore attuale netto di tali flussi di cassa.

- **La posizione dominante degli Stati Uniti nei settori legati alla tecnologia in forte crescita:** Alphabet, Amazon, Apple, Facebook e Microsoft, tra le altre, sono aziende dominanti nei loro settori di riferimento e sono cresciute grazie alla trasformazione digitale dell'economia globale. Il successo di queste aziende ha portato l'indice S&P 500 a livelli record, anche in piena pandemia.

#### Rendimenti YTD 2020 per l'indice S&P 500 con e senza i titoli 'top five'



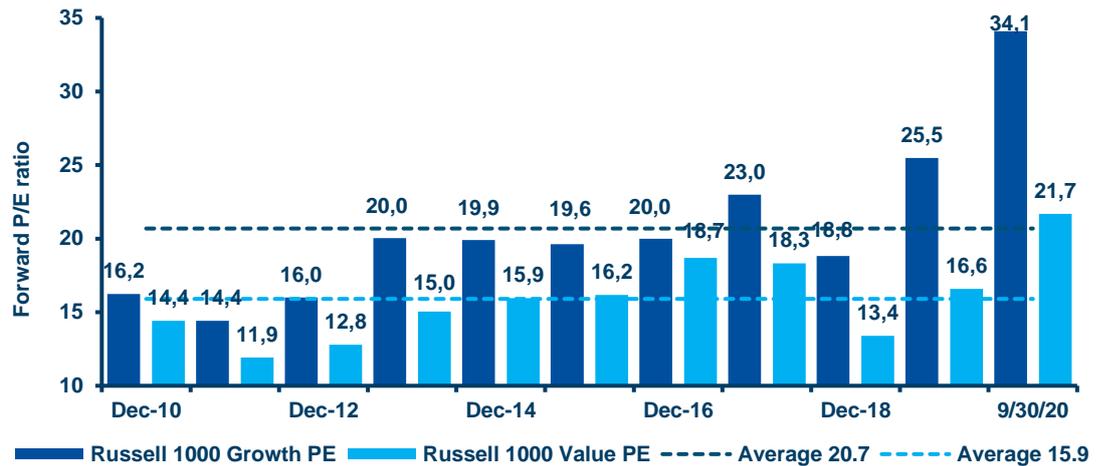
Fonte: Amundi sulla base dei dati di Bloomberg al 30 settembre 2020. **I risultati passati non sono una garanzia di risultati futuri.** I primi cinque titoli ('top five') sono: Alphabet, Amazon, Apple, Facebook e Microsoft. Gli indici non sono gestiti e i loro rendimenti presuppongono il reinvestimento dei dividendi e, a differenza dei rendimenti dei prodotti di investimento, non riflettono alcuna commissione o spesa. Non si può investire direttamente in un indice. I titoli quotati non sono destinati a rappresentare una posizione attuale o futura di un portafoglio Amundi e non dovrebbero essere considerati raccomandazioni per l'acquisto o la vendita di alcun titolo.

#### Riteniamo che sia il momento opportuno per un orientamento verso il value

Le ragioni per cui riteniamo che questo possa essere un buon momento per tale cambiamento comprendono:

- **Il divario delle valutazioni tra i titoli value e quelli growth è ampio:** il 30 settembre 2020, l'indice Russell 1000 growth era scambiato a premio per circa il 50% in termini di price-to-earnings, che rappresenta il più alto divario in termini di valutazioni nel recente passato.

## Il gap delle valutazioni growth vs. value ha raggiunto massimi storici



Fonte: Amundi sulla base dei dati di Bloomberg al 30 settembre 2020. Gli indici non sono gestiti e i loro rendimenti presuppongono il reinvestimento dei dividendi e, a differenza dei rendimenti dei fondi comuni di investimento, non riflettono alcuna commissione o spesa associata a un fondo comune di investimento. Non è possibile investire direttamente in un indice.

**"Livelli senza precedenti di stimolo monetario e fiscale potrebbero portare a una reflazione dell'economia statunitense."**

- Possibile reflazione dell'economia statunitense:** livelli senza precedenti di stimolo monetario e fiscale potrebbero portare a una reflazione dell'economia statunitense. Come si vede nel grafico seguente, i prezzi delle materie prime sono stati fortemente correlati all'indice 'value-to-growth'. Ciò è dovuto al fatto che gli indici value hanno generalmente un'esposizione ai titoli sensibili all'inflazione molto maggiore rispetto agli indici growth. Ad esempio, il settore energetico, finanziario, industriale e dei materiali rappresentava il 41% dell'indice Russell 1000 value il 30 settembre 2020 rispetto al 15% dell'indice Russell 1000 growth. Inoltre, le tendenze dei prezzi delle materie prime sono durate per un decennio o oltre. Il 30 giugno 2020 i prezzi delle materie prime erano inferiori a quelli degli ultimi 200 anni. Anche se potrebbero diminuire ulteriormente, riteniamo che gli sforzi in termini di stimoli monetari e fiscali e i miglioramenti gradualmente dell'economia potrebbero spingerli più in alto, il che potrebbe tradursi in una sovraperformance del value rispetto al growth.

## Elevata correlazione – Commodities e indice value-to-growth



Fonte: Stifel Equity Research al 30 giugno 2020 (ultimi dati disponibili). La linea blu rappresenta l'indice dei prezzi delle materie prime degli Stati Uniti, una media ponderata dei prezzi delle materie prime selezionate. Indici utilizzati nella ricerca Stifel: Warren & Pearson Commodity Index (1795-1912), WPI Commodities (1913-1925), Equal-weighted (1/3 ea.) PPI Energy, PPI Farm Products and PPI Metals (Ferrous and Non-ferrous) ex-precious metals (1926-1956), Refinitiv Equal Weight (CCI) Index (1956-1994) e Refinitiv Core Commodity CRB Index (1994 ad oggi). Value vs.growth collega la serie Fama/French (Dartmouth/Tuck) dal 1926 al 1977 e l'indice di rendimento totale Russell 1000 (dal 1978 ad oggi).

## L'aumento dell'esposizione ai titoli value non è esente da rischi

A nostro avviso, il rischio di un aumento dell'esposizione al value è triplice:

- Il primo è che l'economia degli Stati Uniti e le economie globali potrebbero riprendersi lentamente dalla pandemia, facendo sì che i tassi di interesse rimangano bassi e che gli investitori continuino a favorire i titoli growth.
- Il secondo rischio è che un certo numero di società nell'universo value sia strutturalmente compromesso. Ad esempio, è probabile che alcune compagnie aeree sopravvivano solo con il supporto continuo dei governi. I tradizionali grandi magazzini hanno perso quote a favore dei rivenditori on-line e dei discount; ciò potrebbe continuare anche dopo la fine della pandemia, poiché i consumatori rimangono attenti ai loro budget.
- Infine, una vittoria di Biden potrebbe tradursi in una maggiore regolamentazione in settori come quello dell'energia e finanziario, che attualmente hanno un peso maggiore negli indici value rispetto agli indici growth. I titoli growth potrebbero inoltre essere a rischio sotto un'amministrazione Biden a causa della proposta di aumentare le imposte sul reddito estero da un minimo del 10,5% al 21,0%. Questo potrebbe avere un impatto sproporzionato sulle aziende tecnologiche statunitensi, che hanno ottenuto il 43% dei loro ricavi negli Stati Uniti, rispetto al 60% dell'S&P 500 nel 2019. Il settore tecnologico ha un peso più elevato negli indici growth rispetto agli indici value. **In breve, sia i titoli value che quelli growth potrebbero essere influenzati negativamente da una vittoria di Biden. A compensare ciò, almeno in parte, è la probabilità di ulteriori stimoli fiscali sotto un'amministrazione Biden, soprattutto in caso di uno 'sweep' democratico.** Facendo un confronto, una rielezione di Trump potrebbe portare a una sovraperformance dei titoli ciclici grazie ad un'agenda pro-business, con un probabile arrivo di fondi dalle big cap tecnologiche. **Dati questi rischi, riteniamo sia importante adottare un approccio attivo per incrementare l'esposizione value.**

**"Dati questi rischi, riteniamo sia importante adottare un approccio attivo per incrementare l'esposizione value."**

## Un percorso verso le azioni statunitensi

Nell'attuale contesto di mercato, vediamo quattro distinte categorie di titoli azionari:

- Aziende **'Hyper growth'** eccessivamente sopravvalutate, vicine ai livelli dot.com;
- Aziende **'Stable growth'** che sono state altamente redditizie, ma che in alcuni casi sono eccessivamente valutate (e che dipendono da bassi tassi di interesse o bassi tassi di sconto per mantenere tali valutazioni);
- Aziende **'Quality value'** che riteniamo possano sopravvivere alla recessione economica ed emergere in modo più forte a livello competitivo; e
- Aziende **'Deep value'** che stanno lottando per sopravvivere alla pandemia e il cui futuro è messo in discussione (ad esempio, compagnie aeree, grandi magazzini tradizionali, ristoranti), anche se sopravvivono.

## Trovare un equilibrio tra growth e value può essere la strada da seguire



Fonte: Cornerstone Macro. A solo scopo illustrativo.

**" Riteniamo che le opportunità più interessanti per le azioni statunitensi siano nei titoli 'stable growth' e 'quality value'."**

**Riteniamo che le opportunità più interessanti per le azioni statunitensi siano nei titoli 'stable growth' e 'quality value'.** I titoli 'stable growth' possono fornire un'esposizione ai trend secolari growth che non dipendono dalla crescita economica. Un esempio potrebbe essere il passaggio al retail online. Mentre un certo numero di titoli 'stable growth' può avere valutazioni elevate, altri possono avere valutazioni più interessanti. I titoli 'quality value' possono offrire un'esposizione ciclica alle aziende ben posizionate per gestire il difficile periodo economico nel caso in cui l'economia statunitense e mondiale impiegasse più tempo del previsto per riprendersi. **Pertanto, riteniamo sia prudente modulare l'esposizione di portafoglio nei titoli azionari statunitensi dai titoli 'hyper growth' verso i titoli 'stable/defensive growth' e 'quality value' – evitando i titoli 'deep value'.**

Dato che la pandemia ha puntato i riflettori sulle tematiche del lavoro e sulle questioni legate alla sicurezza, **riteniamo che le strategie di investimento più efficaci in questo contesto possano essere quelle incentrate sulla sostenibilità, in modo olistico, non solo da una prospettiva competitiva e finanziaria, ma anche sulla base di considerazioni ESG (ambientali, sociali e di governance).** Riteniamo che ciò potrebbe consentire a queste strategie di puntare su quelle aziende non solo in grado di sopravvivere all'attuale contesto economico, ma che potrebbero emergere dalla pandemia più forti di prima.

#### **Avvertenze**

I contenuti di questo documento hanno carattere puramente informativo e si riferiscono ad analisi di mercato e/o approfondimenti che tengono conto delle situazioni economico-finanziarie attualmente presenti. I dati, le opinioni e le informazioni in esso contenuti sono prodotti da Amundi Asset Management, che si riserva il diritto di modificarli ed aggiornarli in qualsiasi momento e a propria discrezione. Non vi è garanzia che i Paesi, i mercati o i settori citati manifestino i rendimenti attesi. Le informazioni fornite non costituiscono un prospetto o documento d'offerta né possono essere intese come consulenza, raccomandazione o sollecitazione all'investimento.

Il documento e ogni sua parte, se non diversamente consentito e/o in mancanza di una espressa autorizzazione scritta di Amundi SGR S.p.A., non potrà essere copiato, modificato, divulgato a terzi, diffuso con qualunque mezzo e più in generale qualunque atto di disposizione o utilizzo di informazioni ivi contenute sono vietati, salvo espressa indicazione contraria.

Data di primo utilizzo: 15 ottobre 2020.