

# Shifts & Narratives

#1 | Aprile 2021

*Non rinunciate alle  
valutazioni dei  
fondamentali*

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

---

## Autore



**Pascal BLANQUÉ**  
Group Chief Investment Officer

---

### Siate preparati per un cambio di regime

Gran parte degli investitori si sta interrogando a proposito della nozione di valore e delle valutazioni e, cosa ancora più importante, si sta chiedendo come utilizzarle nella costruzione di un portafoglio. Siamo all'inizio di una specie di crisi di fiducia riguardo alle valutazioni (e quindi anche riguardo ai fondamentali, visto che sono interconnessi), perché gli indicatori sembrano ormai non essere più efficaci o esserlo solo raramente, e le forze irrazionali appaiono in procinto di assumere un ruolo di primo piano nella guida dei mercati finanziari. **Si ha la tentazione di rinunciare al valore/ai fondamentali come principio fondante degli investimenti e di prendere in considerazione solo le valutazioni relative a breve termine delle azioni/delle obbligazioni invece di puntare su metriche assolute più strategiche.**

#### Metriche di valutazione

Indicatore	Ciclico/ Non-ciclico	Funzione per gli investitori
Relativo azioni/ obbligazioni	Ciclico	Asset allocation tattica (AA)
Absolute azioni	Non ciclico	AA strategica
Absolute obbligazioni	Non ciclico	AA strategica

Ciò nonostante, noi sosteniamo che le valutazioni assolute a lungo termine sono importanti per costruire l'asset allocation strategica, e che sono ancora più rilevanti in un'era di possibili cambi di regime. **Ciò che gli investitori devono fare è migliorare ulteriormente il loro approccio alle valutazioni assolute.**

A tale proposito, sarebbe utile che gli investitori arricchissero il loro approccio tradizionale basato sui fondamentali reali (inflazione, crescita, utili) includendo un fattore monetario (in quanto caratteristica dominante dell'attuale fase di transizione) e le narrative come fondamento delle aspettative di lungo termine. I fattori fondamentali reali, anche se meno rilevanti in questo regime orientato alle politiche monetarie, non sono meno importanti dal punto di vista della valutazione se 1) vengono affrontati con una visione a lungo termine, non-ciclica in relazione alle aspettative e 2) se vengono scomposti in fatti e narrative.

**Le narrative danno vigore a un trend oppure lo indeboliscono, rafforzandolo o spingendolo in un'altra direzione.** Ad esempio, la narrativa di una bassa crescita/niente inflazione (stagnazione secolare) ha determinato le aspettative di lungo periodo degli ultimi dieci anni perché è stata pubblica,

dichiarata e visibile. **In futuro, l'emergere di una narrativa di "ritorno agli anni '70" potrebbe contribuire a modificare le aspettative di lungo periodo anche prima (o dopo) di ciò che indicano i dati.** Ecco perché è così importante catturare la dinamica delle narrative e individuare quelle nuove, in quanto possono essere utili nello spiegare una deviazione dall'equilibrio (per equilibrio intendiamo ciò che deriva dai fondamentali in termini di aspettative riguardo a crescita/inflazione/utili). Potremmo quindi ampliare la nozione di equilibrio così da includere come fattori esplicativi tutti e tre i pilastri (fattore monetario, fattori reali e narrative). La combinazione di questi tre pilastri può essere utile a disegnare degli scenari e a optare per determinate azioni di portafoglio all'interno di un regime e tra i diversi regimi.

**Al contempo, quando c'è una deviazione dall'equilibrio e una narrativa prevalente che segnalano un cambio di regime, gli investitori si trovano di fronte a un importante punto di svolta, e questa è per l'appunto la situazione in cui troviamo adesso.**

Nella seconda metà dell'anno raggiungeremo probabilmente un momento decisivo con l'accelerazione della distribuzione dei vaccini, la riapertura delle economie e i primi possibili segnali efficaci di un'accelerazione della crescita e di un rialzo dell'inflazione.

A quel punto, l'attuale narrativa di una bassa crescita/mai più inflazione verrà messa in discussione e verrà confermato il dominio della narrativa che indica un ritorno al regime degli anni '70.

In questa fase di transizione verso un diverso regime, per la prima volta in oltre tre decenni, le narrative stanno esprimendo esplicitamente una preferenza per l'inflazione come via d'uscita dalla crisi attuale. In queste narrative, l'inflazione ha smesso di essere un fenomeno negativo ed è diventata un desiderata. Probabilmente tutto ciò si tradurrà in un regime caratterizzato da un'inflazione più elevata.

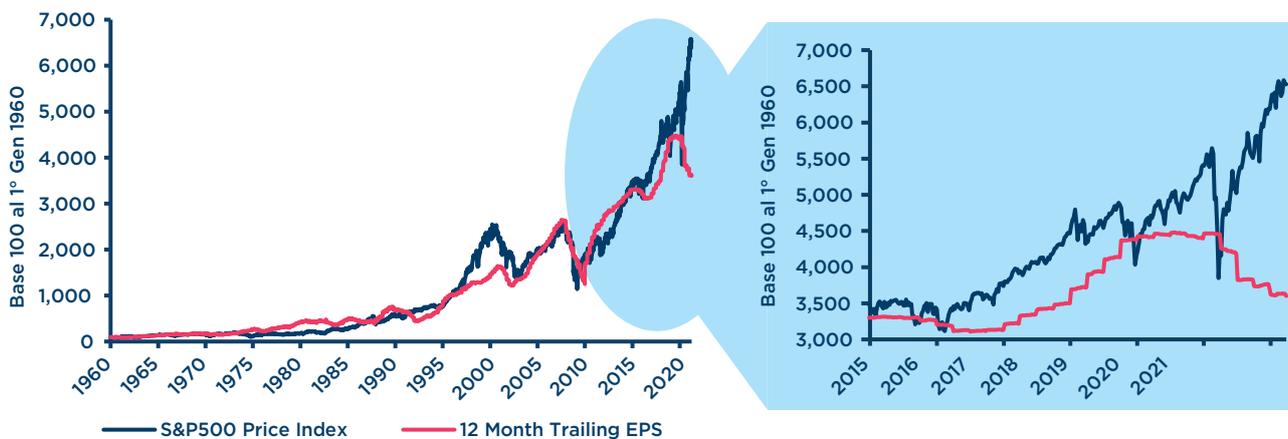
**Quando all'interno della società e delle sue istituzioni si delinea una preferenza, sappiamo per esperienza che la narrativa prevalente si auto-avvera e ciò si traduce e spesso in un nuovo mandato alle banche centrali.** Quando Paul Volker fu nominato presidente della Federal Reserve alla fine degli anni '70 ricevette come primo mandato quello di combattere l'inflazione classica. Alla nuova generazione dei banchieri centrali verrà chiesto di affrontare nuove sfide in contrasto tra di loro come assorbire un debito che sta crescendo in modo esorbitante e, al contempo, far fronte a una bolla delle attività generata dall'eccesso di liquidità creato dalle banche centrali stesse. Le fasi di transizione, non sorprende, vedono la coesistenza di mandati vecchi e nuovi. **La rivalutazione di queste narrative e del valore sarà un input chiave nella revisione della costruzione del portafoglio e potrebbe anche offrire opportunità di investimento.**

## La grande divergenza

È passato un anno da quando la pandemia del Covid-19 ha sconvolto il mondo. Ha cambiato le nostre vite, ma i mercati finanziari sembrano aver archiviato questo evento drammatico come una temporanea marcia indietro, rapidamente recuperata, dal momento che la maggior parte delle attività rischiose hanno

registrato nuovi massimi. Permangono le speranze legate alla distribuzione di un vaccino efficace in grado di salvare l'economia globale e oscurare i recenti dati economici e le incertezze legate al ciclo virale. Ciò si è tradotto in una divergenza senza precedenti tra i mercati e l'economia reale, sollevando interrogativi sulla sostenibilità delle attuali valutazioni.

### Andamento divergente dei prezzi delle azioni e della crescita degli utili

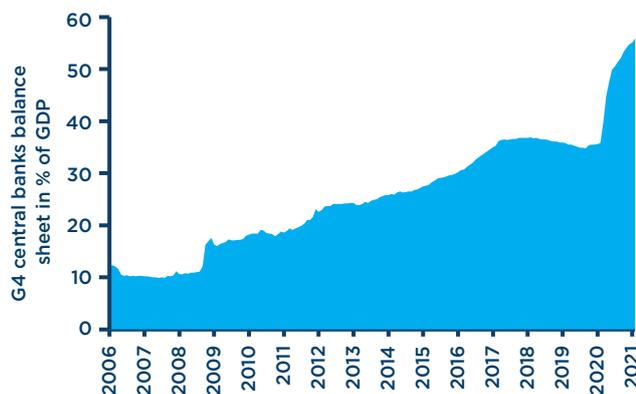


Fonte: Amundi, Bloomberg. Dati al 25 marzo 2021.

La straordinaria reazione monetaria delle banche centrali alla disinflazione, e poi alle tensioni deflazionistiche, è stata il motore chiave del mercato nel regime che è seguito alla Grande crisi finanziaria. Ciò ha sancito la vittoria dei fattori monetari/di liquidità sui fattori reali. Il predominio del fattore monetario e, più recentemente, l'aumento di forze

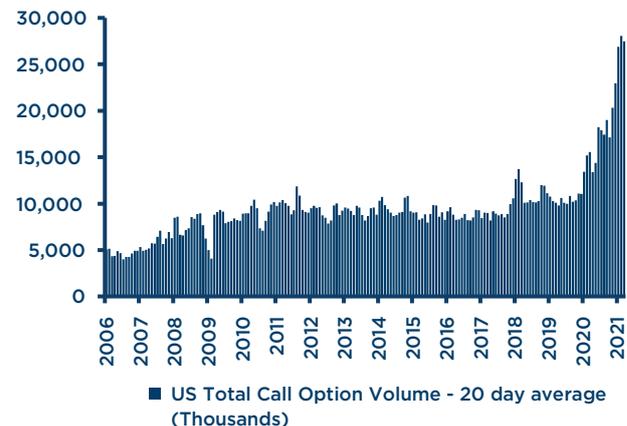
irrazionali nel mercato, fattori psicologici che portano ad ulteriore esuberanza del mercato, si traducono nella tentazione di rinunciare alle metriche di valutazione tradizionali o di 'adattare' gli indicatori di valutazione assoluti per giustificare dinamiche estreme del mercato.

### La spinta monetaria estrema delle banche centrali è stata un motore importante per i mercati



Fonte: Amundi, Bloomberg. Dati al 25 marzo 2021.

### ... più recentemente sono emerse forze irrazionali, come dimostra l'eccesso di euforia nel volume record di opzioni Call negli Stati Uniti

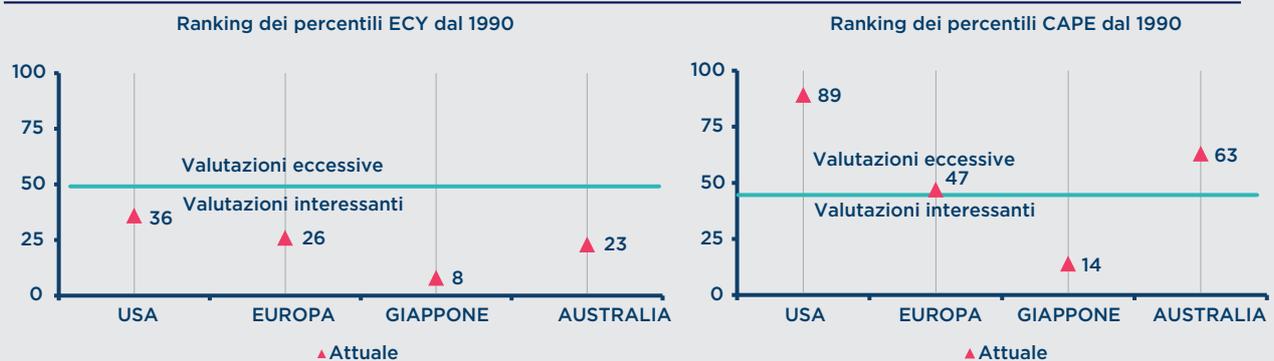


## Non rinunciare a valutazioni e fondamentali

Un segno dei tempi è il fatto che anche l'economista premio Nobel Robert Shiller ha recentemente lavorato alla revisione del proprio indice CAPE per cercare di renderlo più preciso e considerare i tassi di interesse quando si valutano le azioni.

Il nuovo indicatore, l'Excess CAPE Yield, dà risultati confortanti riguardo alle attuali valutazioni delle azioni: nessuno dei principali mercati presenta segnali di allerta in termini di valutazioni rispetto alle obbligazioni. Ciò, tuttavia, non risponde alla domanda se c'è ancora valore assoluto nelle azioni, rendendo difficile la lettura riguardo a dove si collocano i mercati oggi.

**L'Excess CAPE Yield (ECY) suggerisce che le azioni hanno valutazioni interessanti rispetto alle obbligazioni, mentre l'indice CAPE implica che non lo sono altrettanto su base assoluta (e gli Stati Uniti hanno le valutazioni più elevate)**

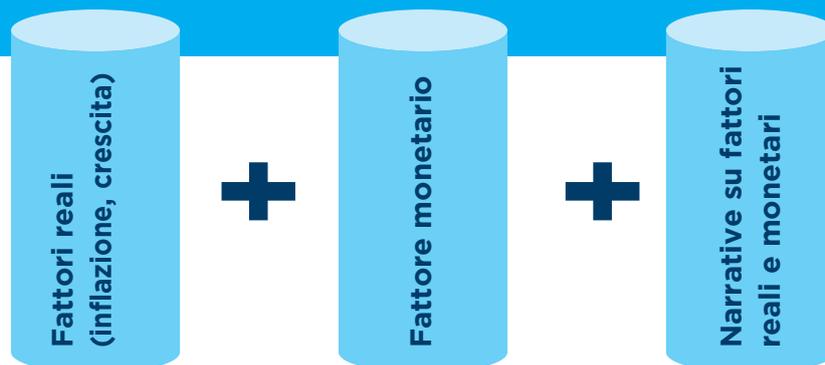


Fonte: Amundi, Datastream. Dati al 5 marzo 2021.

Nonostante questo crescente scetticismo riguardo all'approccio di investimento tradizionale basato su orizzonti e valutazioni di lungo termine, riteniamo che una prospettiva di lungo termine sia cruciale per gli investitori, e questo è ancora più rilevante in un periodo di transizione verso un possibile nuovo regime, come quello che abbiamo di fronte oggi. Ciò di cui gli investitori hanno bisogno è migliorare il loro approccio di investimento per includere altri elementi che vanno al di là delle **variabili**

**economiche tradizionali** (come l'inflazione, la crescita e i profitti). Devono considerare anche **il fattore monetario** (politiche in atto che possono distorcere il comportamento del mercato) che resta altamente rilevante nel contesto attuale e, inoltre, un terzo elemento: **le narrative del mercato** che possono incidere sulle variabili economiche o sulla politica monetaria. Infatti, le narrative possono confermare la direzione del mercato, ma possono anche spingerlo in un'altra direzione.

## I nuovi tre pilastri delle valutazioni



Fonte: Amundi. Dati al 6 aprile 2021.

## Cosa ci dicono le narrative

Quando c'è un forte distacco del mercato dalla realtà economica, come avviene oggi, la narrativa prevalente può segnalare un cambiamento di regime. Questo porta a una svolta importante per gli investitori. Attualmente, ci sono tre narrative che guidano i mercati. Esse sono interconnesse e dinamiche dal momento che si evolvono nel tempo. Quella che prevale caratterizzerà il nuovo regime finanziario. Le conseguenze deflazionistiche della crisi del 2008 hanno rafforzato **la prima narrativa, la stagnazione secolare di crescita bassa e bassa inflazione per sempre**. I fondamenti di questa narrativa si basano sulla memoria a lungo termine di quella che è stata la storia delle economie sviluppate nel corso dei secoli fino ai tempi moderni, se si esclude l'episodio inflazionistico degli anni '70 (e in una certa misura le due guerre mondiali). Le pressioni inflazionistiche dovute al protezionismo e all'interruzione della catena del valore post Covid-19, l'aumento della domanda di un salario minimo di sussistenza e la monetizzazione del debito sono i semi del cambiamento verso un regime di inflazione più elevata, che ci riporta agli anni '70.

**La seconda narrativa di mercato, che sta attualmente sostenendo le valutazioni elevate nei mercati azionari, si riferisce alla crescita degli utili spinta dalla disruption tecnologica** (la narrativa della 'distruzione creativa'). Tuttavia, l'ipotesi secondo la quale la crescita degli utili si discosterà verso l'alto dalla sua tendenza storica, grazie alla rivoluzione tecnologica, sembra improbabile tenendo conto dell'attuale andamento della crescita della forza lavoro, dello stock di capitale e della produttività e l'elevata quota di profitti sul valore aggiunto. La crescita potrebbe quindi rimanere lenta dopo il primo rimbalzo post-Covid-19 e si potrebbe

ritornare al contesto di 'stagnazione secolare', in cui i mercati azionari potrebbero muoversi al ribasso per assorbire l'attuale eccesso di ottimismo.

Tuttavia, riteniamo che **la narrativa prevalente sarà la terza opzione, quella monetaria**, da banche centrali ortodosse a banche centrali verso territori inesplorati. Oggi, per la prima volta in più di trent'anni, le narrative esprimono esplicitamente la preferenza per l'inflazione come via d'uscita dall'attuale pandemia. L'inflazione ha cessato di essere negativa; essa è auspicabile, in quanto può contribuire a rendere sostenibile l'onere del debito originato dalla crisi. Nel 2020, il debito globale è cresciuto fino a aggiungere 24.000 mld di usd e ora si attesta al 355% del PIL mondiale. Stanno emergendo nuove priorità per la società e le istituzioni. L'enorme accumulo di debito che grava sulle generazioni future deve contribuire a combattere il cambiamento climatico e rendere il modello economico generale più inclusivo, riducendo le disuguaglianze. Questo mantra si è diffuso tra politici e banchieri centrali in tutto il mondo ed è condiviso ampiamente dalla società. Ciò porta al predominio della narrativa di mercato che spinge per la prosecuzione della politica monetaria straordinaria, con le banche centrali che evolvono ulteriormente i loro ruoli in nuovi ambiti, comprendendo i temi 'green' (recentemente alcuni membri della BCE hanno parlato di decarbonizzare il bilancio della BCE) o puntando a combattere la disuguaglianza (la Fed si muove verso l'obiettivo di pieno impiego nel mercato del lavoro). **Un cambiamento di regime si verifica spesso con un cambiamento nel mandato delle banche centrali**, come è accaduto alla fine degli anni '70, con l'arrivo di Volker alla guida della Fed. La fase di transizione, non sorprende, vede la coesistenza di mandati precedenti e nuovi. **Questo è esattamente ciò che stiamo iniziando a vedere oggi.**

*“ Oggi, la coesistenza della narrativa monetaria insieme alle conseguenze del Covid-19 sta creando un terreno fertile per un cambiamento verso un regime di inflazione più elevata, una sorta di ritorno allo scenario degli anni '70.”*

## Punti chiave per gli investitori

Riconoscendo l'importanza di considerare tutti e tre i pilastri (fattore monetario, fattori reali e narrative) nell'analizzare le valutazioni, possiamo evidenziare quattro implicazioni chiave per gli investimenti.

1

**L'aumento dell'inflazione sfida la diversificazione tradizionale, in quanto la correlazione tra azioni e obbligazioni diventa positiva.** Per creare un portafoglio a prova di inflazione, gli investitori dovrebbero considerare la possibilità di aumentare la loro allocazione ad aree di attività quali le obbligazioni indicizzate all'inflazione, attività immobiliari (in particolare immobili e infrastrutture) e materie prime.

2

**In un mondo in cui le valutazioni assolute dei titoli azionari e obbligazionari sono su livelli elevati, il valore relativo è l'unica fonte di valore nei mercati.** Gli investitori dovrebbero considerare il valore relativo «all'interno» e «tra» le classi di attività. Gli approcci al rendimento assoluto che cercano di trarre valore relativo nei mercati, con un rischio direzionale limitato, potrebbero migliorare la diversificazione.

3

**Il ruolo delle azioni sarà fondamentale sia per l'asset allocation tattica (valutazioni interessanti rispetto alle obbligazioni) sia per l'asset allocation strategica.** Nonostante le loro valutazioni assolute su livelli elevati, sono l'asset «must own», in un mondo di rendimenti attesi più bassi (a causa della mancanza di rendimenti sul fronte obbligazionario). Gli investitori non avranno altra scelta che aumentare l'allocazione nell'azionario.

4

**Un regime di inflazione più elevata determinerà una rotazione pluriennale dai titoli growth a quelli value.** I tassi di interesse più bassi, utilizzati per scontare i profitti futuri, hanno amplificato la sovraperformance dei titoli growth, che ora sono quindi vulnerabili ai tassi più elevati. Gli investitori dovrebbero concentrarsi sull'allocazione settoriale, privilegiando i settori legati alle attività reali (materie prime, energia e infrastrutture)

*“Questo non è il momento di rinunciare alle valutazioni, ma piuttosto di puntare al Value nella ricerca di opportunità, seguendo con attenzione l'evoluzione delle narrative di mercato. Siate pronti, questo è il momento per sfruttare le opportunità nel mercato.”*



#### **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 contenute 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 on qualunque mezzo e più in generale qualunque atto di disposizione o utilizzo di informazioni ivi contenute sono vietati, salvo espressa indicazione contraria. Dati, opinioni e stime possono essere modificati senza preavviso. Il presente documento è stato predisposto da Amundi, società anonima con capitale di 1.086.262.605 € - Società di gestione approvata dell'AMF N°GP 04000036 - Sede legale: 90, boulevard Pasteur - 75015 Parigi - Francia 437 574 452 RCS Parigi.

Data di primo utilizzo: 10 aprile 2021.

Ad uso esclusivo degli Investitori Professionali.