

Dove guardare quando i valori azionari sono intorno ai massimi storici

AUTORI



Marc P. Seidner
Managing Director
CIO Strategie non tradizionali



Pramol Dhawan
Managing Director
Gestore

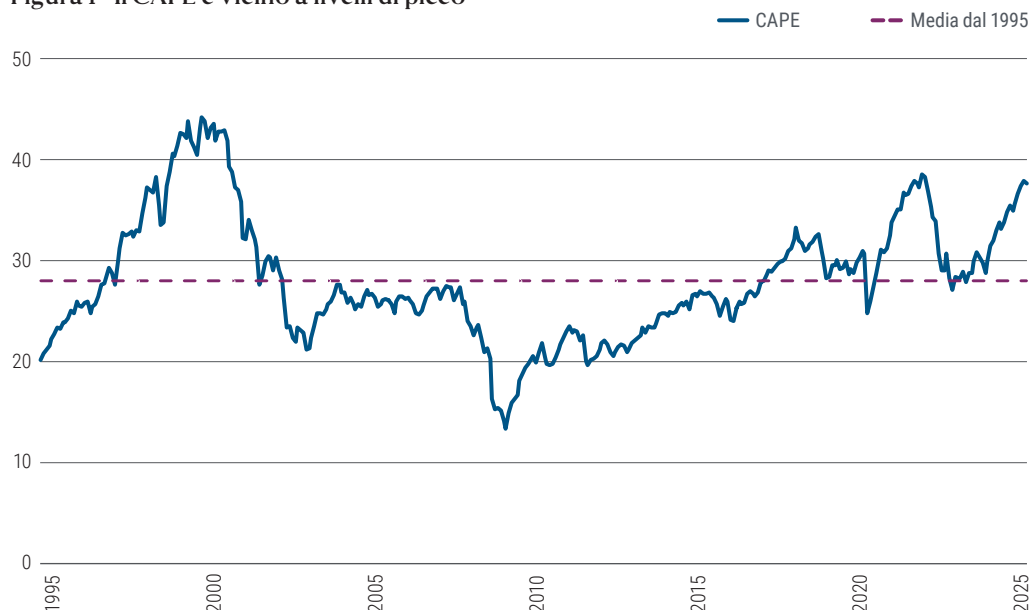
I valori molto alti dell'azionario americano invitano a porre rinnovata attenzione alla valutazione del rischio e alla diversificazione di portafoglio.

Con le valutazioni dell'azionario americano intorno ai massimi storici, è opportuno che gli investitori si soffermino a valutare la sostenibilità dei guadagni azionari e a riflettere sui vantaggi fondamentali della diversificazione di portafoglio.

I prezzi degli attivi sono "elevati in questo momento in base a molte metriche" ha dichiarato il Presidente della Federal Reserve Jerome Powell lo scorso 29 gennaio durante la conferenza stampa successiva alla riunione di politica monetaria. Due giorni prima il *Wall Street Journal* aveva pubblicato in prima pagina l'articolo "Premium for Owning Stocks Vs. Bonds Disappears" in cui si evidenziava che il premio al rischio azionario, definito come differenziale tra l'earnings yield (rapporto utili/prezzo) dell'S&P500 e il rendimento del Treasury a 10 anni, per la prima volta dal 2002 era diventato negativo.

Un altro parametro azionario d'uso comune, il CAPE (rapporto prezzo/utigli corretto per il ciclo economico) è salito a livelli osservati solo due volte negli ultimi trent'anni: durante la bolla delle dot-com e la ripresa post-Covid (cfr. Figura 1). Questi precedenti picchi del CAPE si sono inoltre registrati in periodi in cui le proiezioni della Fed e le stime di consenso indicavano una crescita annua del PIL americano tra il 3,5% e il 4,7% mentre oggi il tasso di crescita previsto per il 2025 è solo intorno al 2%.

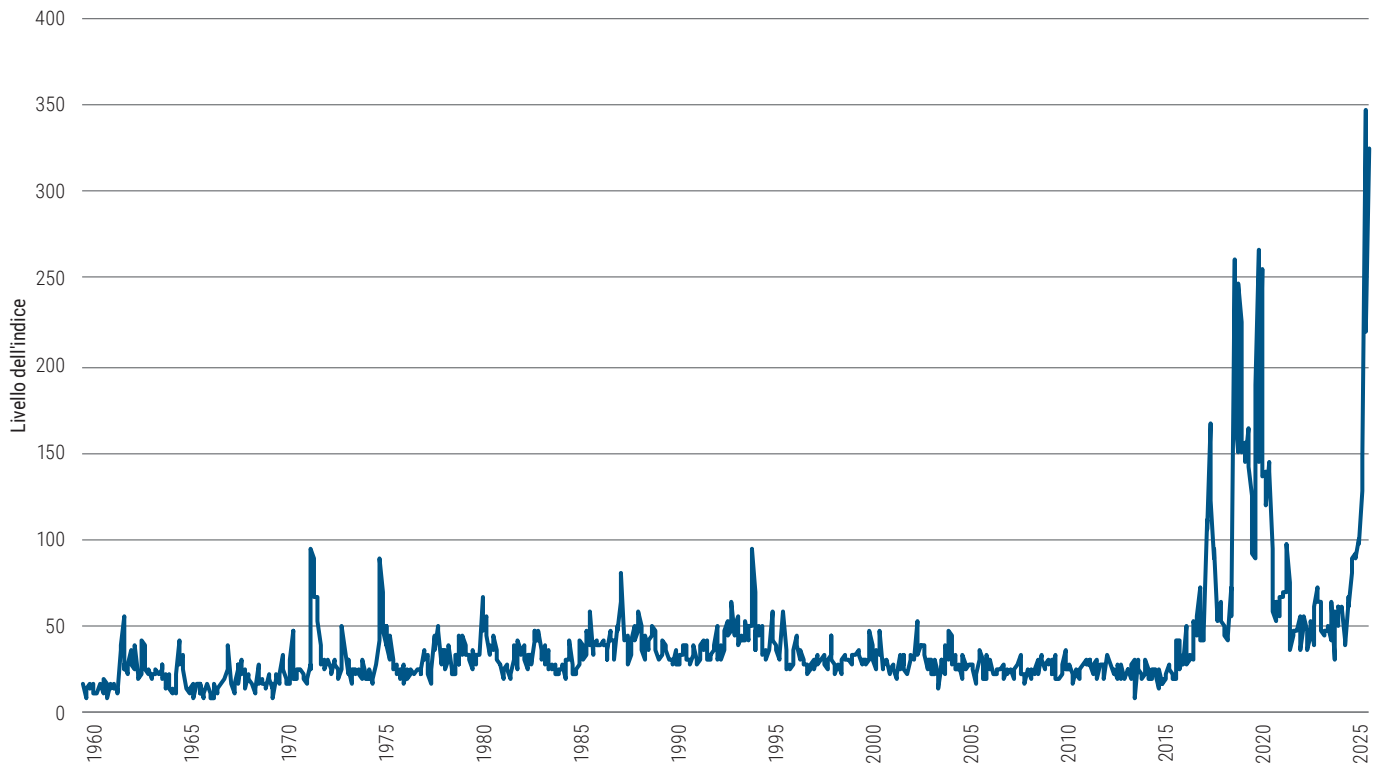
Figura 1 - Il CAPE è vicino a livelli di picco



Fonte: dati Shiller al 31 gennaio 2025. Il CAPE (rapporto prezzo/utigli corretto il ciclo economico) è riferito all'S&P 500.

È particolarmente preoccupante che le valutazioni siano così alte in un contesto di incertezza decisamente elevata (cfr. Figura 2) in cui i dazi americani paiono destinati a rimodellare il panorama economico globale (per maggiori informazioni si vedano le nostre ultime *Prospettive Cicliche* “[L’incertezza diventa una certezza.](#)”).

Figura 2 - L’incertezza sulla politica commerciale è notevolmente aumentata



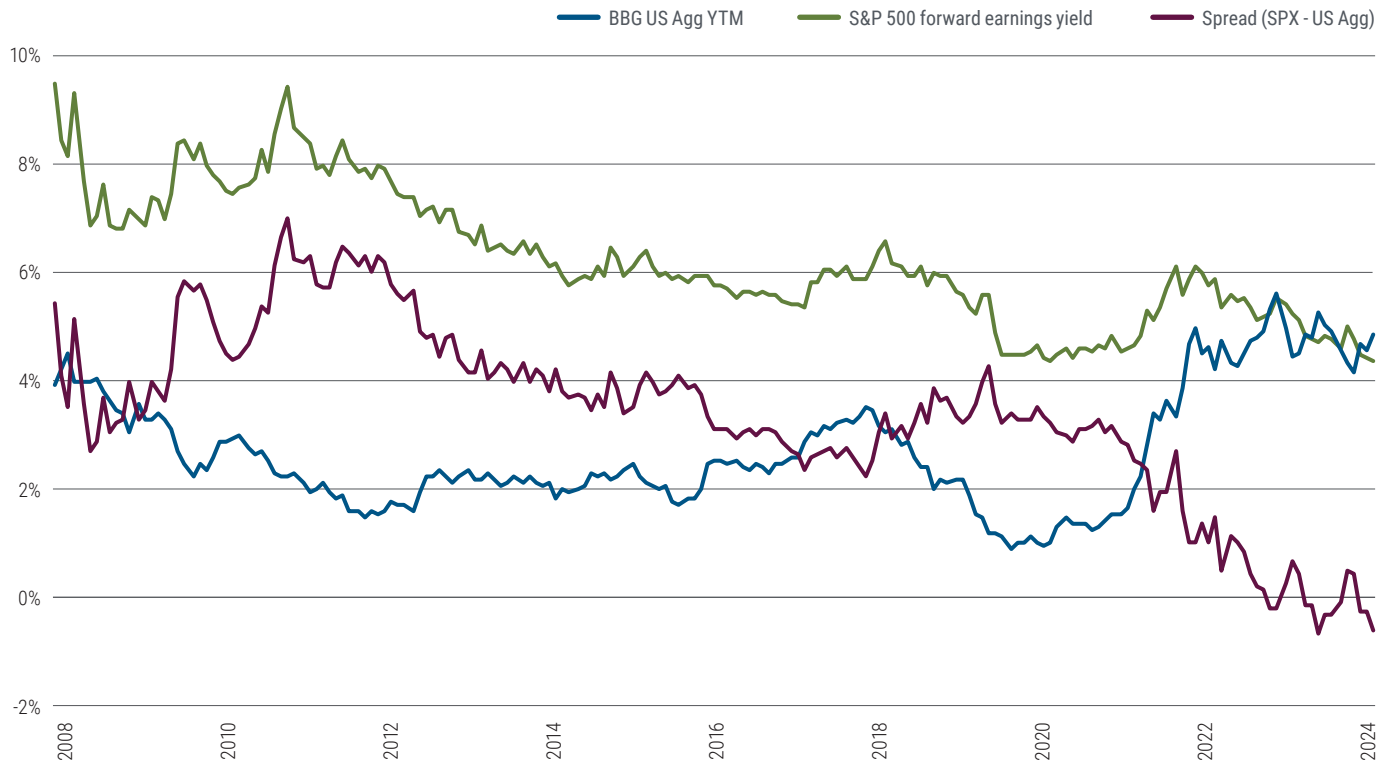
Fonte: Federal Reserve americana al 31 gennaio 2025. L’indice di incertezza sulla politica commerciale (indice TPU) è stato costruito dai funzionari della divisione di finanza internazionale del Board della Federal Reserve e misura l’attenzione dei media a notizie relative all’incertezza della politica commerciale. L’indice riflette i risultati automatici di ricerche che attingono agli archivi elettronici di sette primari quotidiani: Boston Globe, Chicago Tribune, Guardian, Los Angeles Times, New York Times, Wall Street Journal e Washington Post (accessibili tramite ProQuest Historical Newspapers e ProQuest Newsstream). L’indice è in scala, vale a dire che 100 indica l’1% degli articoli di stampa con riferimenti all’incertezza sulla politica commerciale. Per ulteriori informazioni sull’indice TPU si veda “The economic effects of trade policy uncertainty,” di Dario Caldara, Matteo Iacoviello, Patrick Molligo, Andrea Prestipino e Andrea Raffo, *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, vol. 109(C), 2020.

La convinzione che l’azionario americano possa continuare a mettere a segno guadagni sembra fondarsi su due principali presupposti: che “questa volta sia diverso” e che l’eccezionalismo dell’economia americana, con risultati superiori rispetto al resto al mondo, perdurerà. Questi presupposti sono stati messi a dura prova a fine gennaio quando i timori per gli investimenti in intelligenza artificiale a fronte della crescente concorrenza cinese hanno fatto tremare i mercati. Quel tipo di volatilità potrebbe diventare più comune e un premio negativo per il rischio azionario potrebbe non rappresentare un’adeguata remunerazione.

La diversificazione è fondamentale

Gli investitori dovrebbero prestare attenzione a una strategia che nel tempo ha dato prova del suo valore: la diversificazione. Il premio al rischio azionario è diventato negativo in parte perché i rendimenti obbligazionari hanno raggiunto livelli molto interessanti che non si vedevano da anni (cfr. Figura 3).

Figura 3 – I rendimenti obbligazionari sono saliti a un livello superiore all'earnings yield dell'S&P



Fonte: PIMCO, Bloomberg e IBES, al 31 dicembre 2024. Rendimenti obbligazionari riferiti al Bloomberg US Aggregate Index. SPX indica l'S&P 500.

Il riemergere negli ultimi tempi della tradizionale correlazione negativa tra azionario e obbligazionario rafforza ulteriormente il valore dell'obbligazionario come contrappeso all'esposizione azionaria (per approfondire si veda la nostra pubblicazione di novembre 2024 "[Correlazione negativa, allocazioni diversificate](#)").

Sul lungo termine l'azionario americano è una componente essenziale di qualsiasi portafoglio d'investimento. Gli investimenti in azionario hanno contribuito ad alimentare la robusta crescita dell'economia degli Stati Uniti e al contempo creato ricchezza e sicurezza previdenziale per milioni di investitori. Tuttavia i periodi di valutazioni elevate hanno avuto la tendenza ad accrescere i rischi a breve termine per le prospettive dell'azionario.

Come ha affermato anche il Presidente della Fed Powell lo scorso 29 gennaio, è nella natura umana sottovalutare i rischi di esiti estremi (tail risk). Dopo gli straordinari guadagni messi a segno dall'azionario negli ultimi anni, che potrebbero avere orientato ancora di più i portafogli verso questa classe di attivo, gli investitori dovrebbero considerare i rischi associati alle alte valutazioni e ricordare l'importanza dell'obbligazionario in un portafoglio bilanciato. Vista la tendenza storica di ritorno alla media per le valutazioni, potrebbe essere un errore presumere che le condizioni eccezionali attuali durino a tempo indeterminato.

Tutti gli investimenti comportano rischi e possono subire perdite di valore. L'investimento nel **mercato obbligazionario** è soggetto a taluni rischi, tra cui il rischio di mercato, di tasso d'interesse, di emittente, di credito, di inflazione e di liquidità. Il valore della maggior parte delle obbligazioni e delle strategie obbligazionarie varia in funzione delle fluttuazioni dei tassi d'interesse. Le obbligazioni e le strategie obbligazionarie con duration più lunga tendono a evidenziare una maggiore sensibilità e volatilità rispetto a quelle con duration più breve. Di norma, i prezzi delle obbligazioni diminuiscono in caso di aumento dei tassi d'interesse e i contesti di bassi tassi d'interesse fanno aumentare tale rischio. Le riduzioni di capacità delle controparti obbligazionarie possono contribuire al calo della liquidità del mercato e all'aumento della volatilità dei prezzi. Al momento del rimborso gli investimenti obbligazionari possono avere un valore superiore o inferiore al costo iniziale. Il valore delle **azioni** può diminuire a causa delle condizioni di mercato, economiche e industriali sia reali che percepite.

La diversificazione non garantisce l'assenza di perdite.

Le affermazioni relative alle tendenze dei mercati finanziari o alle strategie di portafoglio sono basate sulle condizioni di mercato correnti, che sono soggette a variazioni. Non sussiste alcuna garanzia che le strategie di investimento si rivelino efficaci in tutte le condizioni di mercato o che siano idonee a tutti gli investitori. Ciascun investitore è tenuto a valutare la propria capacità di investimento a lungo termine, in particolare nei periodi di flessione del mercato. Le prospettive e le strategie possono variare senza preavviso.

Il presente materiale riporta le opinioni del gestore, che possono essere soggette a variazioni senza preavviso. Questo materiale viene distribuito unicamente a scopo informativo e non deve essere considerato alla stregua di una consulenza d'investimento o di una raccomandazione in favore di particolari titoli, strategie o prodotti d'investimento. Le informazioni contenute nel presente documento sono state ottenute da fonti ritenute attendibili, ma non si rilascia alcuna garanzia in merito.

PIMCO Europe Ltd (società n. 2604517, 11 Baker Street, Londra W1U 3AH, Regno Unito) è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority (FCA) (12 Endeavour Square, Londra E20 1JN) nel Regno Unito. I servizi forniti da PIMCO Europe Ltd non sono disponibili per gli investitori retail, che non devono fare affidamento su questa comunicazione ma contattare il proprio consulente finanziario. Poiché i servizi e i prodotti di PIMCO Europe Ltd sono forniti esclusivamente a clienti professionali, la loro adeguatezza è sempre confermata. **PIMCO Europe GmbH (società n. 192083, Seidlstr. 24-24a, 80335 Monaco, Germania), la filiale italiana di PIMCO Europe GmbH (società n. 10005170963, via Turati nn. 25/27 (angolo via Cavalieri n. 4), 20121 Milano, Italia), la filiale irlandese di PIMCO Europe GmbH (società n. 909462, 57B Harcourt Street Dublino D02 F721, Irlanda), la filiale inglese di PIMCO Europe GmbH (società n. FC037712, 11 Baker Street, Londra W1U 3AH, Regno Unito), la filiale spagnola di PIMCO Europe GmbH (N.I.F. W2765338E, Paseo de la Castellana 43, Oficina 05-111, 28046 Madrid, Spagna) e la filiale francese di PIMCO Europe GmbH (società n. 918745621 R.C.S. Paris, 50-52 Boulevard Haussmann, 75009 Parigi, Francia)** sono autorizzate e regolamentate dall'Autorità di vigilanza finanziaria federale tedesca (BaFin) (Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Francoforte sul Meno) in Germania ai sensi dell'articolo 15 della Legge tedesca in materia di intermediari finanziari (WpIG). La filiale italiana, irlandese, inglese, spagnola e francese sono inoltre regolamentate da: (1) Filiale italiana: Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) (Via Giovanni Battista Martini, 3 - 00198 Roma) ai sensi dell'articolo 27 del Testo Unico Finanziario; (2) Filiale irlandese: Central Bank of Ireland (New Wapping Street, North Wall Quay, Dublino 1 D01 F7X3) ai sensi del Regolamento 43 dei Regolamenti dell'Unione europea (Mercati degli strumenti finanziari) 2017, e successive modifiche; (3) Filiale inglese: Financial Conduct Authority (FCA) (12 Endeavour Square, Londra E20 1JN); (4) Filiale spagnola: Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) (Calle Edison, 4, 28006 Madrid) in conformità con gli obblighi previsti dagli articoli 168 e da 203 a 224, nonché con gli obblighi del Titolo V, Sezione I della legge spagnola sui mercati finanziari (LMF) e degli articoli 111, 114 e 117 del Decreto Reale 217/2008, rispettivamente e (5) Filiale francese: ACPR/Banque de France (4 Place de Budapest, CS 92459, 75436 Paris Cedex 09) in conformità con l'Art. 35 della Direttiva 2014/65/UE relativa ai mercati degli strumenti finanziari e con la vigilanza di ACPR e AMF. I servizi offerti da PIMCO Europe GmbH sono destinati unicamente a clienti professionali come da definizione contenuta alla Sezione 67, comma 2, della Legge sulla negoziazione di titoli tedesca (WpHG) e non sono disponibili per gli investitori individuali, i quali non devono fare affidamento sulla presente comunicazione. Secondo l'Art. 56 del Regolamento (UE) 565/2017, una società di investimento ha il diritto di presumere che i clienti professionali possiedano le conoscenze e l'esperienza necessarie per comprendere i rischi associati ai servizi di investimento o alle transazioni pertinenti. Poiché i servizi e i prodotti di PIMCO Europe GmbH sono forniti esclusivamente a clienti professionali, l'adeguatezza di tali servizi è sempre confermata. **PIMCO (Schweiz) GmbH (registrata in Svizzera, società n. CH-020.4.038.582-2, Brandschenkestrasse 41 Zurigo 8002, Svizzera)**. Secondo la legge svizzera sugli investimenti collettivi del 23 giugno 2006 ("CISA"), una società d'investimento ha il diritto di presumere che i clienti professionali possiedano le conoscenze e l'esperienza necessarie per comprendere i rischi associati ai relativi servizi o transazioni di investimento. Poiché i servizi e i prodotti di PIMCO (Schweiz) GmbH vengono forniti esclusivamente a clienti professionali, la loro adeguatezza è sempre confermata. I servizi forniti da PIMCO (Schweiz) GmbH non sono disponibili per gli investitori retail, che non dovrebbero fare affidamento su questa comunicazione ma contattare il proprio consulente finanziario. PIMCO è un marchio registrato di Allianz Asset Management of America LLC negli Stati Uniti e nel resto del mondo. ©2024 PIMCO