

# T con Zero

La seconda generazione

N.22 – MARZO 2024

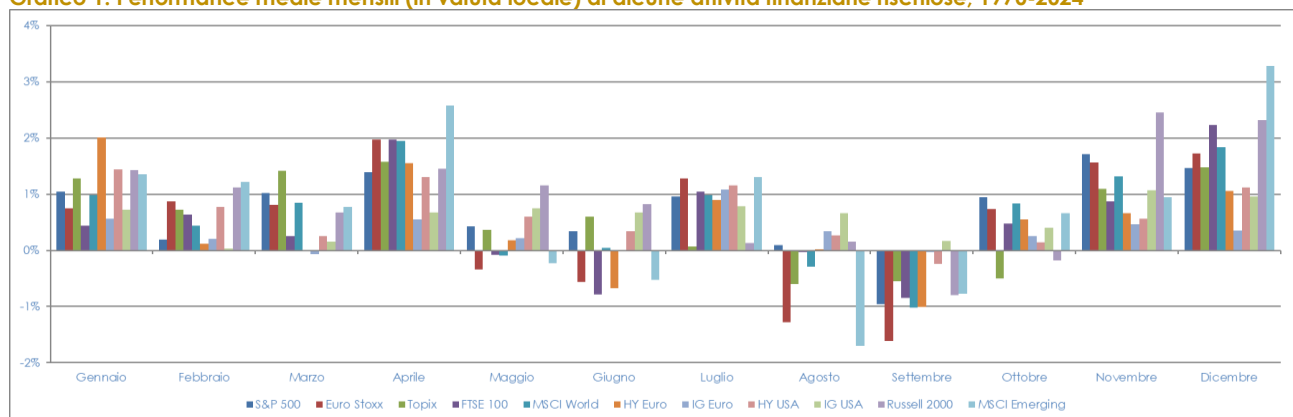
## Che cosa può dirci lo slancio dei mercati?

*Alle spalle le noie e i grandi affanni / che caricano del loro peso l'esistenza brumosa, / beato chi può con ala vigorosa / slanciarsi verso i campi sereni e luminosi.* (Charles Baudelaire)<sup>1</sup>.

La stagionalità è un tema che può piacere o non piacere dal punto di vista di un approccio scientifico e più teorico agli investimenti. Ma è empiricamente ricorrente per i mercati finanziari e inevitabilmente ritorna anche in queste note, che di mercati si occupano (ad esempio in *T con Zero* n. 5, di ottobre 2022 e n. 10, di marzo 2023).

La raccolta e l'analisi dei dati sulle performance medie mensili di un campione di alcune importanti attività rischiose porta alla rappresentazione del loro andamento nel grafico 1. Come si può notare, nel passato si è osservato che, nella storia degli ultimi 50-55 anni (ma anche da più tempo, laddove si trovino dati affidabili da studiare), da novembre ad aprile le performance medie mensili sono state positive. Anche in ottobre la tendenza media prevalente è stata rialzista. Mentre il periodo di cinque mesi che va da maggio a settembre ha fatto registrare andamenti meno diffusamente definiti, con una maggiore presenza di performance medie mensili negative e divergenze fra le diverse attività finanziarie.

**Grafico 1: Performance medie mensili (in valuta locale) di alcune attività finanziarie rischiose, 1970-2024**



La media è un utile indicatore di sintesi, ma non basta da sola a descrivere completamente un fenomeno e bisogna stare attenti a non lasciarsi tentare da semplificazioni che potrebbero essere sbagliate. Nel caso in questione, avere rendimenti medi positivi in un certo mese per la maggior parte delle attività finanziarie in un campione non significa necessariamente che in tutti gli anni osservati la performance sia stata positiva, né che sia stata vicina al valore medio calcolato. I casi possibili sono molteplici e non si può generalizzare. È infatti possibile immaginare che, per alcune attività finanziarie, i rendimenti mensili storici si disperdano relativamente poco intorno a una media positiva nella maggior parte degli anni. Come pure può darsi che per alcune attività finanziarie, anche in mesi con performance medie positive, i casi negativi siano numerosi, magari anche la maggioranza, ma con un'ampia dispersione, al punto che, quando l'andamento è positivo, la sua dimensione sia talmente grande da trascinare la media in territorio positivo. Questi sono solo due esempi delle tante combinazioni che si possono verificare.

Per questa ragione, non sembrerà controintuitiva l'idea di analizzare al livello dei dati dei singoli anni, più granulare della media di tutti gli anni osservati, in quante occasioni si sia osservata la sequenza di performance positive nei quattro mesi consecutivi che vanno da novembre a febbraio, come è accaduto per alcuni indici importanti nel periodo novembre 2023 - febbraio 2024, e che cosa sia successo dopo. In pratica, la domanda che ci si pone qui è se i periodi di forte slancio dei mercati, rappresentato dalla sequenza di quattro mesi di rialzi consecutivi, abbiano effettivamente condotto ai "campi sereni e luminosi" di Baudelaire, o se invece la storia suggerisca evoluzioni alternative.

L'analisi empirica prende in considerazione i soli indici azionari che nel 2023-2024 hanno avuto i quattro mesi da novembre a febbraio positivi. Fra i principali rimangono esclusi il Topix, perché per il mercato giapponese

# T con Zero

La seconda generazione

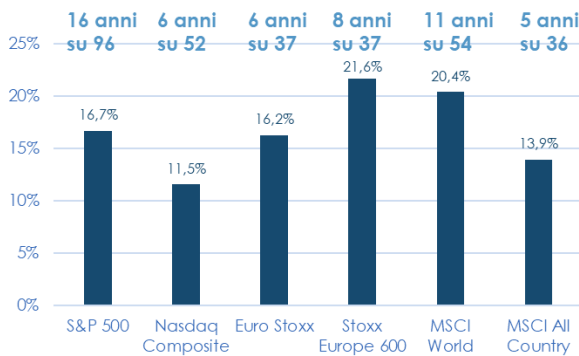
N.22 – MARZO 2024

dicembre è stato leggermente negativo, e l'MSCI Emerging Markets: per gli emergenti gennaio è stato nettamente in calo.

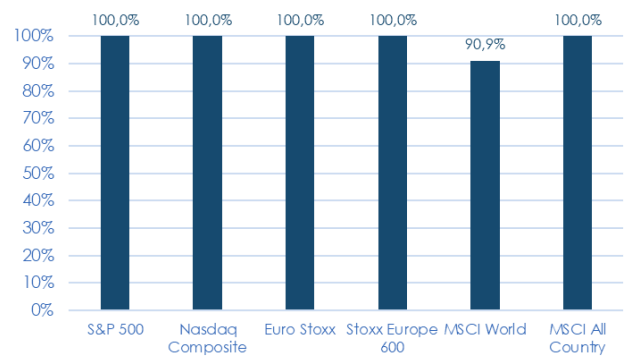
I grafici che seguono ci trasmettono due messaggi piuttosto chiari. Il primo: non è capitato poi così spesso di avere le performance mensili positive per i quattro mesi consecutivi da novembre a febbraio (grafico 2).

Il secondo (grafico 3) è che nei casi in cui le performance da novembre a febbraio sono state tutte positive, è capitato molto spesso (l'indice MSCI Emerging Markets dei paesi emergenti è l'unica eccezione in questo senso), per 5 indici addirittura in *tutti* i casi, di avere una chiusura d'anno in territorio positivo.

**Grafico 2: Percentuale di anni<sup>2</sup> con performance mensili consecutive positive da novembre a febbraio su anni totali**

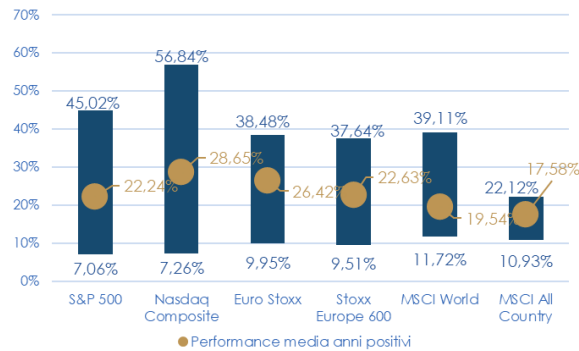


**Grafico 3: Percentuale di anni chiusi positivamente dopo quattro rialzi mensili consecutivi da novembre a febbraio<sup>2</sup>**

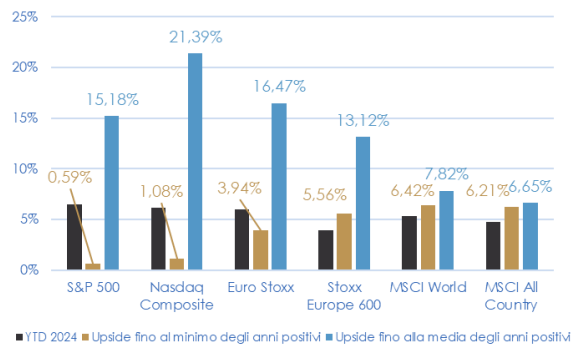


Il grafico 4 presenta le performance medie degli anni passati simili e l'intervallo minimo-massimo. Il grafico 5 mostra come, anche dopo un avvio brillante di 2024, possa esistere ancora un potenziale rialzista sulla base dell'esperienza storica, anche per chiudere ai livelli minimi osservati in passato.

**Grafico 4: Performance media e minimo-massimo degli anni positivi dopo novembre-febbraio positivi<sup>2</sup>**

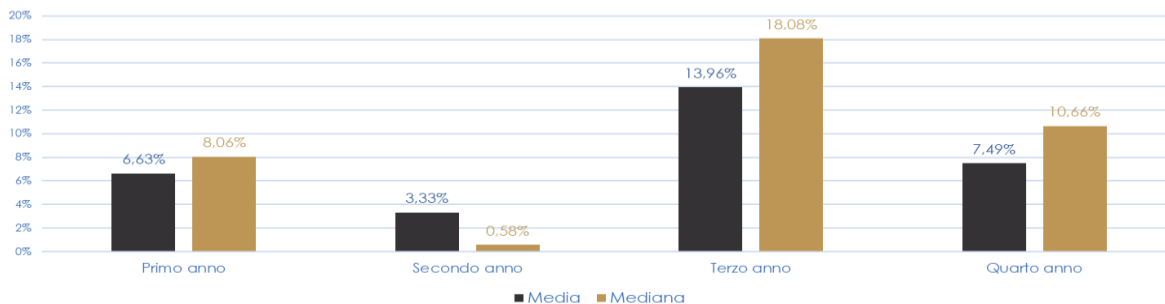


**Grafico 5: Distanza dalle performance minime e medie degli anni positivi dopo novembre-febbraio positivi<sup>2</sup>**



Inoltre il 2024 è il quarto ed ultimo anno del ciclo elettorale statunitense, in cui lo Standard & Poor's 500 ha fatto registrare in passato performance media e mediana positive: il secondo miglior risultato del ciclo quadriennale, alle spalle del terzo anno, che storicamente si è dimostrato il migliore in base alle stesse metriche (grafico 6).

**Grafico 6: Performance storica media e mediana dell'indice S&P 500 nei quattro anni del ciclo elettorale USA<sup>3</sup>**



# T con Zero

La seconda generazione

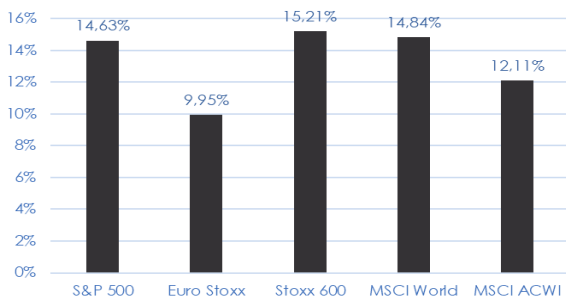
N.22 – MARZO 2024

Se si disaggregano ulteriormente le informazioni e si osserva che cosa sia accaduto negli anni dispari, negli anni pari, e si suddividono ulteriormente gli anni pari nei due gruppi di quelli nei quali si svolgono o non si svolgono le elezioni presidenziali USA, si può riuscire a costruire un'immagine ancora più precisa dei precedenti del 2024.

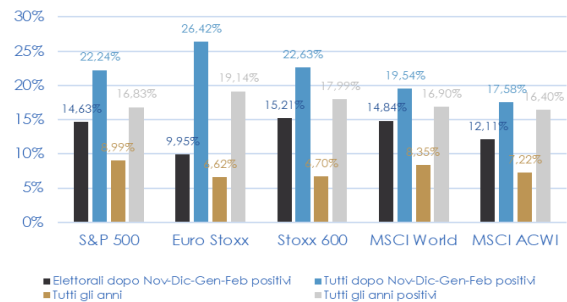
Nella storia, una sequenza di quattro mesi consecutivi positivi, da novembre al febbraio successivo, come quella osservata nel 2023-2024 per S&P 500, Nasdaq Composite, Euro Stoxx, Stoxx Europe 600, MSCI World e MSCI All Country, si è verificata in un numero assai limitato di casi che sono terminati in anni elettorali: 2 (su 16) per l'S&P 500, uno (su 6) per Euro Stoxx, 2 (su 8) per Stoxx Europe 600, 3 (su 11) per MSCI World e 2 (su 5) per MSCI All Country. In nessun caso la sequenza di quattro mesi consecutivi positivi da novembre a febbraio, che nella storia del Nasdaq Composite si è presentata 6 volte, è terminata in un anno elettorale.

Dai grafici 7 e soprattutto 8 si evince che la sequenza di quattro mesi positivi da novembre a febbraio di un anno elettorale abbia portato a una performance a fine anno positiva, ma inferiore alla media sia di tutti gli anni positivi osservati nella storia, sia del campione di tutti gli anni, indistinti fra elettorali e non, che hanno seguito un periodo novembre-febbraio positivo.

**Grafico 7: Performance media degli indici<sup>2</sup> quando i mesi positivi novembre-febbraio sono terminati in anni elettorali**



**Grafico 8: Performance media degli indici dopo novembre-febbraio positivi: casi diversi a confronto<sup>2</sup>**



Queste informazioni storiche, nell'abituale consapevolezza che non è affatto scontato che l'esperienza passata sia destinata a ripetersi, possono aiutare a contestualizzare ciò che è accaduto nei mercati azionari negli ultimi mesi. È degno di nota il fatto che anche il passato mostri come gli anni "simili" al 2024 siano stati positivi, ma non eccezionali: un'osservazione empirica coerente con le aspettative di buon senso, dati i rialzi delle borse, che in numerosi casi hanno toccato nuovi massimi, e le valutazioni, non da bolla, ma nemmeno a buon mercato.

Il fatto che i listini abbiano accumulato un certo slancio è importante, perché i loro movimenti si sono spesso dimostrati inerziali. Quando i mercati finanziari hanno imboccato una direzione con decisione, in questo caso rialzista, è servito applicare una forza opposta significativa per spostarli nella direzione contraria. E di questa forza per ora non sembra di ravvisare segni. Com'è spesso accaduto, è possibile che fasi prolungate di rialzo possano lasciare spazio a periodi di consolidamento o fisiologica flessione, con qualche presa di beneficio.

Questa volatilità, che potrebbe comunque essere pronunciata nei prossimi mesi, potrebbe rappresentare un'opportunità per arrotondare le posizioni. In ottica tattica, per chi si concentra di più sul potenziale andamento del 2024, ma anche di più lungo periodo per gli investitori che non abbiano ancora un posizionamento strategico alle attività rischiose coerente con i loro obiettivi, tolleranza del rischio e orizzonte temporale.

*A cura di Luca Tobagi, CFA - Head of Investment Strategy*



# T con Zero

La seconda generazione

N.22 – MARZO 2024

## Note e riferimenti

T con Zero n. 5, ottobre 2022, *Le due stagioni*

T con Zero n. 10, marzo 2023, *Che cosa mostra lo specchio retrovisore?*

1: Charles Baudelaire, *Elevazione*, in *I fiori del male*, 1857-1861

2: Indici utilizzati e anno di inizio serie storica analizzata: S&P 500 (1927), Stoxx 600 Europe (1986), Topix (1949), MSCI Emerging Markets (1986), MSCI World (1969), MSCI All Country (1987), Euro Stoxx (1986), Nasdaq Composite (1971). I dati di performance riportati sono tutti espressi nella valuta di riferimento dell'indice e non includono i dividendi.

3: Performance calcolate per tutti i cicli elettorali quadriennali dalla fine del 1927, data di inizio della serie storica dell'indice Standard & Poors 500. La performance è espressa in Dollari USA e non comprende i dividendi.

Come sempre, ulteriori informazioni e i dati dettagliati delle analisi possono essere resi disponibili su richiesta.

Le elaborazioni di tutti i dati e dei grafici sono di Mediobanca Private Banking su dati di fonti ritenute attendibili (ad esempio Bloomberg, Preqin, World Bank, FAO, OCSE, Fondo Monetario Internazionale, banche centrali, governi o altre fonti analoghe). A seconda della disponibilità delle serie storiche, i dati utilizzati vanno dal dicembre 1927 al 29 febbraio 2024 incluso.

## *Perchè T con Zero?*

Il titolo di questa nota mensile, oltre a essere uno scherzoso riferimento al nome dell'autore, prende spunto da *Ti con zero*, un racconto e una raccolta di scritti di Italo Calvino. I racconti sono ambientati in un mondo che a volte può apparire poco reale, quasi fantascientifico, nel quale i personaggi cercano (e trovano) la soluzione ad uno specifico problema attraverso la semplificazione della complessità, il passaggio continuo dal concreto all'astratto, il ragionamento dal particolare al generale: in apparenza astratti, hanno in realtà un legame forte, immediato, con il vissuto e l'esperienza del singolo. In quest'ottica, con il nostro *T con Zero* vogliamo proporre analisi e approfondimenti su mercati, scenari e strategie che non si limitino solo ad un valore teorico o contingente, ma che possano offrire spunti di riflessione a più ampio spettro e durata più lunga utili e concreti nelle nostre scelte di investimento quotidiane. Nelle parole di Italo Calvino (*Ti con zero*, 1968) in cui le *t* rappresentano situazioni nel tempo: "*Riassumendo: per fermarmi in t con zero devo stabilire una configurazione oggettiva di t con zero; per stabilire una configurazione oggettiva di t con zero devo spostarmi in t con 1; per spostarmi in t con 1 devo adottare una qualsiasi prospettiva soggettiva, quindi tanto vale che mi tenga la mia [...] per fermarmi nel tempo devo muovermi col tempo, per diventare oggettivo devo mantenermi soggettivo*".

## DISCLAIMER

Il documento è stato redatto a puro scopo informativo. Il documento non ha carattere di offerta, invito ad offrire, o di messaggio promozionale finalizzato all'acquisto, alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti/prodotti finanziari di qualsiasi genere. Inoltre, esso non è inteso a raccomandare o a proporre una strategia di investimento in merito a strumenti finanziari. In particolare, il presente Documento non costituisce in alcun modo una raccomandazione personalizzata; lo stesso è stato predisposto senza considerare gli obiettivi di investimento, la situazione finanziaria o le competenze di specifici investitori. Il presente Documento è proprietà di Mediobanca; esso non può essere riprodotto o pubblicato, nemmeno in una sua parte, senza la preventiva autorizzazione scritta della Banca. Le informazioni, opinioni, valutazioni e/o previsioni contenute nel presente Documento (le "Informazioni") si basano su fonti ritenute autorevoli ed attendibili; tuttavia, Mediobanca non assume alcuna responsabilità per eventuali errori od omissioni né potrà considerarsi responsabile per le eventuali perdite, danni o conseguenze di qualsivoglia natura (legali, finanziarie o fiscali) che dovessero derivare dal fatto che si sia fatto affidamento su tale Documento. Ciascun investitore dovrà pertanto assumere le proprie decisioni di investimento in modo autonomo, tenuto conto delle sue caratteristiche e dei suoi obiettivi di investimento, e a tale scopo non dovrà basarsi, prioritariamente o esclusivamente, sul presente Documento. I rendimenti passati, eventualmente rappresentati nel Documento, non sono indicativi né garantiscono gli stessi rendimenti per il futuro. Le Informazioni contenute nel presente Documento costituiscono valutazioni aggiornate alla data della sua produzione e potrebbero variare nel tempo, senza necessità di comunicazione da parte di Mediobanca.

L'asset allocation proposta è destinato alla sola clientela che abbia un profilo Mifid (rilevabile attraverso la compilazione del questionario): (i) con conoscenza ed esperienza alta; (ii) un profilo di rischio almeno medio alto (iii) un orizzonte temporale di lungo periodo e una età anagrafica inferiore ai 75 anni. Il portafoglio proposto si riferisce ad una composizione ideale in termini di asset allocation tenuto conto del portafoglio complessivo del cliente detenuto dal cliente presso la Banca e/o presso terzi. La Banca non assume alcuna responsabilità per eventuali errori od omissioni o rappresentazioni non rispondenti al vero e/o non aggiornate fornite dai clienti sul patrimonio complessivamente detenuto e sulla relativa composizione, né potrà considerarsi responsabile per le eventuali perdite, danni o conseguenze di qualsivoglia natura (legali, finanziarie o fiscali) che dovessero derivare dal fatto che si sia fatto affidamento su tale documento. L'effettiva implementazione del portafoglio modello ivi riportato dovrà essere in ogni caso conforme alle verifiche di target market e adeguatezza effettuate da parte della Banca rispetto alle informazioni fornite dal cliente per il tramite del questionario MIFID.