

# T con Zero

La seconda generazione

N. 26 – LUGLIO 2024

## Mercati azionari: una storia in due metà

Dice un noto proverbio che *chi ben comincia è a metà dell'opera*.

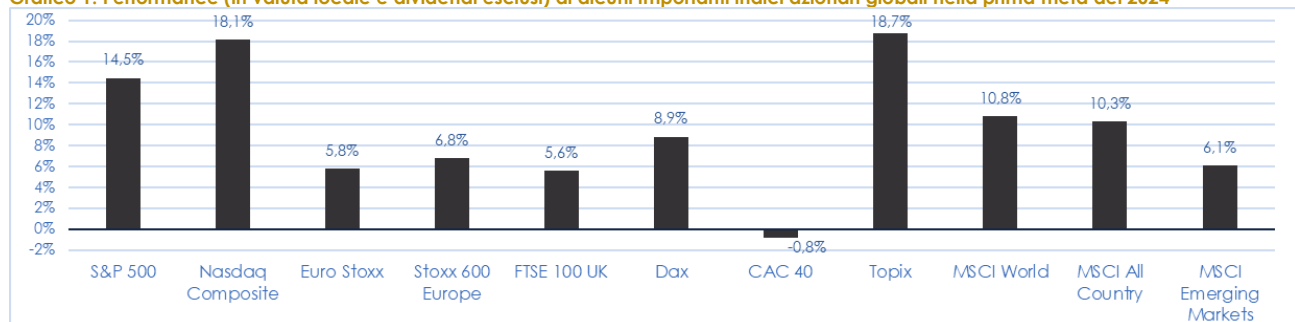
In questo numero di *T con Zero* si verificherà se la saggezza popolare trovi un riscontro anche per quanto riguarda i mercati azionari. L'analisi dei dati storici non si limiterà a un ristretto periodo iniziale dell'anno, ma a tutto il primo semestre, che nel 2024, almeno in valuta locale, è stato positivo per un cospicuo numero di indici azionari.

In pratica, ci si domanda che cosa succeda non solo a chi ben cominci, ma a chi abbia ben compiuto l'intera prima metà dell'opera.

### Dove sono arrivate le borse nei primi sei mesi del 2024

La prima metà del 2024 è stata diffusamente e ampiamente positiva per le borse in varie parti del mondo, sia pure con una certa dispersione, come mostra il grafico 1. Gli Stati Uniti hanno marciato a passo relativamente stabile compiendo un percorso rialzista che li ha portati ad aggiornare ripetutamente i massimi storici, mentre altri mercati hanno avuto un andamento caratterizzato da oscillazioni maggiori e periodi di volatilità più estesi dei pochi, saltuari giorni di pausa di riflessione che hanno invece contraddistinto gli USA. Da sottolineare, per curiosità, come un Giappone altalenante negli ultimi mesi, ma comunque scatenato dal punto di vista della performance, sia stato frenato da una valuta in caduta libera: in Dollari USA, il +18.7% del Topix si riduce a +3.96%.

**Grafico 1: Performance (in valuta locale e dividendi esclusi) di alcuni importanti indici azionari globali nella prima metà del 2024**



Una caratteristica che balza all'occhio della prima metà del 2024 è che molti indici azionari non hanno fatto registrare solo performance positive (senza considerare i dividendi), ma *spiccatamente* positive. Nessuno degli indici presenti nel grafico 1 è salito meno del 5%, ad eccezione del CAC 40 francese, che verosimilmente ha subito l'onda d'urto di un giugno molto negativo dopo le elezioni europee e prima del voto legislativo anticipato a sorpresa (e senza il mese di giugno sarebbe stato anch'esso sopra il +5%). Tre indici sui dieci che hanno avuto andamento positivo hanno avuto un rialzo compreso tra il 10% e il 15% e due, Nasdaq Composite e Topix, fra il 15% e il 20%. Per mappare l'universo analizzato, la tabella 1 riporta il numero di anni, nella storia di ciascun indice, in cui il primo semestre abbia avuto performance positiva, con il dettaglio del numero di casi disaggregato per dimensione del rialzo.

**Tabella 1: Numero di anni (2024 incluso) totali, numero di anni con primo semestre positivo e numero di casi per dimensione della performance**

	Anni totali	I semestre positivo	I semestre > 5%	I semestre > 10%	I semestre > 15%	I semestre > 20%
<b>S&amp;P 500</b>	97	63	49	30	13	4
<b>Nasdaq Composite</b>	54	38	32	27	17	11
<b>Euro Stoxx</b>	38	28	16	11	3	2
<b>Stoxx 600 Europe</b>	38	26	17	11	5	2
<b>FTSE 100 UK</b>	41	26	15	7	3	1
<b>Dax</b>	65	44	34	22	12	7
<b>CAC 40</b>	37	26	18	11	7	3
<b>Topix</b>	76	51	40	30	23	14
<b>MSCI World</b>	55	35	26	13	7	3
<b>MSCI All Country</b>	37	25	16	9	1	0
<b>MSCI Emerging Markets</b>	37	24	18	10	8	5

### Che cosa è accaduto in passato dopo una prima metà dell'anno positiva e in particolare fortemente positiva

La prima osservazione è che un primo semestre positivo è spesso stato seguito da un secondo semestre di rialzi

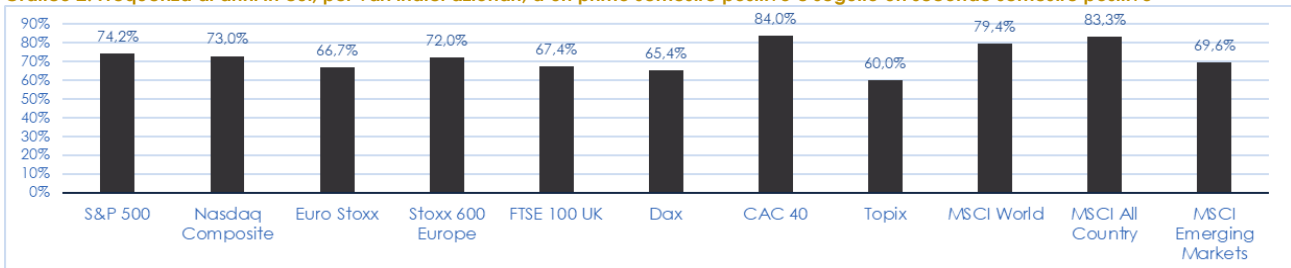
# T con Zero

La seconda generazione

N. 26 – LUGLIO 2024

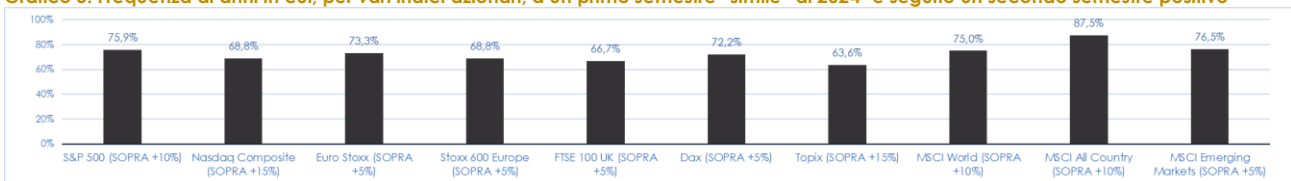
azionari. Il grafico 2 illustra la frequenza, misurata in percentuale di anni dall'inizio della storia dei vari indici azionari, con cui a un primo semestre positivo è seguito un secondo semestre positivo. Come si può notare, si tratta di numeri molto alti e abbondantemente sopra il 50%: il valore più basso è 60% per il Topix.

**Grafico 2: Frequenza di anni in cui, per vari indici azionari, a un primo semestre positivo è seguito un secondo semestre positivo**



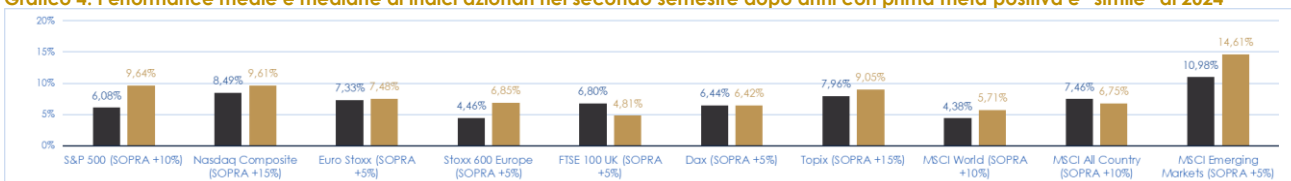
Il secondo passo nell'analisi è sezionare le performance dei vari indici in modo più granulare, in particolare valutando la frequenza dei rialzi del secondo semestre dopo una prima metà dell'anno in cui la performance prenda come punto di riferimento<sup>1</sup> quella del 2024. Anche in questo caso i numeri possono apparire piuttosto confortanti. Vale la pena di notare come in particolare per gli indici che hanno fatto registrare i rialzi più notevoli, di almeno il 10% o il 15%, e che proprio per questo motivo potrebbero generare timori di un ritracciamento nella seconda parte dell'anno, la frequenza di rendimenti positivi sia stata storicamente molto alta: fra il 60% e il 70% per Nasdaq e Topix dopo un rialzo di oltre il 15%, fra il 70% e l'80% per S&P 500 e MSCI World, e addirittura quasi il 90% dei casi per il MSCI All Country, dopo un rialzo di almeno il 10%. Questo è il messaggio del grafico 3.

**Grafico 3: Frequenza di anni in cui, per vari indici azionari, a un primo semestre "simile" al 2024<sup>1</sup> è seguito un secondo semestre positivo**



Il grafico 4 che segue mostra la performance media e mediana dei frequenti casi in cui, dopo una prima metà dell'anno positiva e simile<sup>1</sup>, per entità dei rialzi, al 2024, il movimento ascendente delle borse è proseguito. Emerge come, in termini aggregati, la performance media e mediana positiva del secondo semestre sia stata inferiore a quella del primo, in particolare nei casi in cui il rialzo dei primi sei mesi abbia superato il 10%. Le metriche mostrano una certa variabilità per indice, ma nel campione la media non scende sotto il 4%

**Grafico 4: Performance medie e mediane di indici azionari nel secondo semestre dopo anni con prima metà positiva e "simile" al 2024<sup>1</sup>**



## Che cosa è successo quando le cose non sono andate bene

Un'analisi storica di questo genere non può non considerare che cosa sia accaduto quando, dopo una prima metà dell'anno positiva, il secondo semestre abbia vissuto una correzione, invece di una prosecuzione dei rialzi.

**Grafico 5: Performance medie e mediane di indici azionari nei secondi semestri negativi dopo una prima metà "simile" al 2024<sup>1</sup> e numero casi**



Come si può notare dal precedente grafico 5, il numero di volte in cui un primo semestre positivo in misura comparabile<sup>1</sup> al 2024 è stato seguito da una discesa nei sei mesi successivi è stato relativamente contenuto. Se

# T con Zero

La seconda generazione

N. 26 – LUGLIO 2024

si considerano le performance medie e mediane di questo campione, inoltre, si nota come i numeri appaiano piuttosto ragionevoli. Si registra che i mercati europei ed emergenti evidenzino una volatilità più pronunciata rispetto alle variazioni positive degli anni che si possono considerare simili<sup>1</sup> al 2024.

Il dettaglio degli anni con un secondo semestre negativo, fornito nella tabella 2 sottostante, appare interessante. Negli anni che hanno avuto un primo semestre positivo della dimensione indicata nella prima colonna, seguito da una seconda metà dell'anno negativa, la discesa non è stata tale da portare, nella maggior parte dei casi, l'intero anno in territorio negativo. L'eccezione più significativa a questa evidenza empirica piuttosto sistematica è costituita dall'indice MSCI Emerging Markets. Del resto è noto che, soprattutto andando indietro nel tempo, le fluttuazioni dei listini azionari emergenti siano state pronunciate.

Un'altra curiosità che la tabella evidenzia - e che tuttavia è difficile da interpretare e quindi potrebbe non avere alcun significato particolare - è che la grande maggioranza dei casi osservati si colloca prima del 2000: solo 8 casi su 50 di un secondo semestre negativo dopo una prima metà dell'anno positiva in modo comparabile<sup>1</sup> al 2024 si sono verificati dopo il 1999. Nessuno di questi casi ha riguardato lo Standard & Poor's 500, il Nasdaq Composite o gli indici MSCI World e MSCI All Country.

Come d'abitudine in questo tipo di analisi, allo scopo di poter usare le serie di dati più lunghe possibili, i dati non includono i dividendi. Quindi in una logica *total return*, di rendimento complessivo per l'investitore che incorpora anche la percezione dei dividendi, i dati storici potrebbero assumere connotazioni ancora più favorevoli di quanto rappresentato in questa nota.

**Tabella 2: Dettaglio: anni con secondo semestre negativo dopo una prima metà "simile" al 2024<sup>1</sup> e performance complessiva dell'anno**

<b>S&amp;P 500 (SOPRA +10%)</b>	1929	1933	1943	1975	1983	1986	1987				
Chiusura anno negativa?	Sì	No	No	No	No	No	No				
<b>Nasdaq Composite (SOPRA +15%)</b>	1975	1983	1986	1987							
Chiusura anno negativa?	No	No	No	Sì							
<b>Euro Stoxx (SOPRA +5%)</b>	1991	1998	2007	2015							
Chiusura anno negativa?	No	No	No	No							
<b>Stoxx 600 Europe (SOPRA +5%)</b>	1987	1991	1998	2007	2015						
Chiusura anno negativa?	Sì	No	No	Sì	No						
<b>FTSE 100 UK (SOPRA +5%)</b>	1987	1988	2007								
Chiusura anno negativa?	No	No	No								
<b>Dax (SOPRA +5%)</b>	1964	1968	1971	1972	1981	1990	1991	1992	1998	2011	2015
Chiusura anno negativa?	No	No	No	No	No	Sì	No	Sì	No	Sì	No
<b>Topix (SOPRA +15%)</b>	1963	1971	1975	1981	1987	1993	1994	2015			
Chiusura anno negativa?	No	No	No	No	No	No	No	No			
<b>MSCI World (SOPRA +10%)</b>	1975	1987	1997								
Chiusura anno negativa?	No	No	No								
<b>MSCI All Country (SOPRA +10%)</b>	1997										
Chiusura anno negativa?	No										
<b>MSCI Emerging Markets (SOPRA +5%)</b>	1990	1996	1997	2021							
Chiusura anno negativa?	Sì	No	Sì	Sì							

Bisogna ripetere anche qui la precisazione abituale e d'obbligo che ciò che è accaduto in passato non sia necessariamente destinato a ripetersi, neppure in forma simile, nel futuro. Tuttavia, come sempre, disporre di una visione sistematica delle informazioni sull'andamento storico dei mercati finanziari, azionari in particolare, può servire ad affrontare con maggiore consapevolezza i prossimi mesi, che potrebbero mostrare fasi di volatilità e nervosismo legate a diversi fattori, probabilmente non sempre riconducibili a elementi economico-finanziari.

Il messaggio che i dati storici sembrerebbero mandare è che le prese di profitto dopo forti rialzi azionari - spesso un'esigenza soggettiva degli investitori - possano essere sempre legittime, ma che in passato i movimenti positivi delle borse abbiano mostrato una tendenza a durare. Quest'anno numerosi indici azionari si trovano in un *bull market*: un elemento da tenere a mente nella valutazione complessiva. Oltre a un contesto macroeconomico e a fattori fondamentali che appaiono ancora tendenzialmente a favore delle attività finanziarie rischiose, la lezione del passato è che sembrerebbe ancora presto per valutare una riduzione delle posizioni azionarie in ottica strategica, soprattutto per i mercati più importanti.

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

# T con Zero

La seconda generazione

N. 26 – LUGLIO 2024

## Note e riferimenti

1: La performance degli indici azionari è stata suddivisa in scaglioni. Si sono considerati dapprima tutti i casi di primo semestre positivo, poi quelli di primo semestre positivo con performance superiore al +5%, poi quelli di primo semestre positivo con performance superiore al +10%, quindi quelli con performance della prima metà dell'anno di almeno +15% e infine quelli con una performance superiore al +20%. La performance della prima metà del 2024 di ciascun indice è stata poi assegnata al gruppo corrispondente. Questo è il modo di interpretare la "similitudine" o la "comparabilità" delle performance storiche con quelle registrate nella prima metà del 2024.

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 31 maggio 2024 incluso.

Nel caso dei dati sui private markets, il periodo di osservazione va dalla fine di dicembre 2000 alla fine di dicembre 2023 e la frequenza è trimestrale.

## Perché 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.