



MEDIOBANCA
PRIVATE BANKING

I con Zero

La seconda generazione

Evoluzione e scoperta



T con Zero

La seconda generazione

N.34 - MARZO 2025

Evoluzione e scoperta

Non è la più forte delle specie che sopravvive, né la più intelligente, ma quella che si adatta meglio al cambiamento (C. Darwin)¹

La parola *evoluzione* si può prestare facilmente a fraintendimenti. Di solito evoca idee positive in chi la ascolta, associate a una dinamica di miglioramento, graduale, senza stress o pressioni eccessive. In realtà, l'evoluzione è un processo traumatico: letteralmente una questione di vita o di morte. Sotto la superficie ordinata, la selezione naturale alla base della teoria darwiniana prevede che chi non supera la barriera che consente l'evoluzione scompare. Singoli individui e intere specie sono messi costantemente alla prova, talvolta in modo inaspettato o imprevedibile, e devono cimentarsi con un processo di adattamento ad un contesto che muta nel tempo e che li costringe a una lotta, esplicita o meno.

Anche in economia e nei mercati finanziari esiste un'espressione usata frequentemente e altrettanto spesso fraintesa: la *scoperta dei prezzi*. L'idea è che compratori e venditori di un bene in un mercato, o di un titolo in una piazza finanziaria, facciano proposte e controproposte, sulla base della propria opinione sul valore dell'oggetto dello scambio, fino a quando questo processo di contrattazione non conduce le due parti a convergere su un prezzo che consenta la conclusione della transazione. In molti mercati, dell'economia reale o finanziari, la contrattazione è frenetica, ma l'esperienza prevalente è che vi sia un certo ordine. Qualche volta, però, può accadere che l'ordine sia turbato e che il contesto cambi, anche radicalmente, in breve tempo.

La scoperta dei prezzi nel mercato obbligazionario governativo

Questo è proprio ciò che è accaduto nel mercato dei titoli di Stato nelle ultime settimane. Variazioni inaspettate del contesto geopolitico (l'incontro tra Trump, Vance e Zelensky alla Casa Bianca venerdì 28 febbraio) hanno convinto i Paesi europei della necessità di compiere passi significativi e rapidi verso l'indipendenza strategica, che include maggiore autonomia nella capacità di difesa militare. Un progetto che richiede risorse ingenti per spese e investimenti e una volontà politica molto forte, testimoniata, in modo impressionante e sorprendente, dall'intenzione della Germania di modificare le regole costituzionali sull'equilibrio dei conti pubblici.

La reazione dei mercati obbligazionari governativi è stata istantanea. Nonostante si fosse già in un periodo di volatilità dei titoli di Stato con pochi precedenti storici, la diminuzione dei prezzi dei titoli di Stato tedeschi il 5 marzo, conseguenza del repentino aumento dei loro rendimenti, è stata la più grande degli ultimi 25 anni².

Grafico 1: performance giornaliere governativi Germania 7-10 anni, 1999-2025²

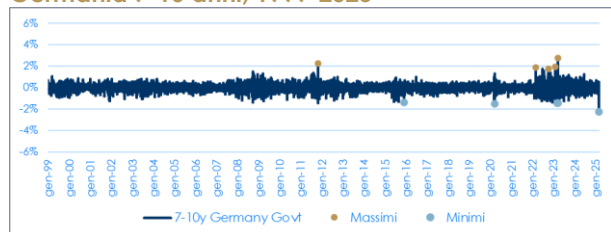
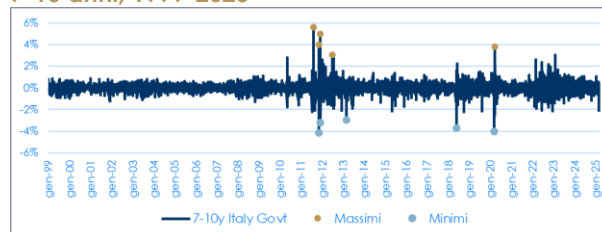


Grafico 2: performance giornaliere governativi Italia 7-10 anni, 1999-2025²



I grafici 1 e 2 mostrano le variazioni giornaliere dei titoli di Stato² rispettivamente di Germania e Italia dal 1999. Più la linea blu appare "panciuta", maggiori sono le oscillazioni giornaliere di rendimenti e prezzi, quindi maggiore è la volatilità. Si vede, nel grafico 2, come l'Italia abbia vissuto fasi di stress molto maggiore durante la crisi dei debiti sovrani (2011-2012) e allo scoppio della pandemia di Covid-19. La Germania invece ha visto la volatilità aumentare soprattutto da quando la Russia ha invaso l'Ucraina, ma in nessun caso il processo di scoperta dei prezzi è stato affannoso quanto in marzo 2025. E, benché il movimento sia stato molto grande e rifletta molte informazioni sui mutamenti in atto, al momento appare prematuro ritenere che si sia concluso.

T con Zero

La seconda generazione

N.34 - MARZO 2025

Forse minori necessità di esplorazione nel mercato azionario

Per quanto riguarda le borse, il 2025 è iniziato in modo volatile, come ci si attendeva, e ci sono state oscillazioni di prezzi soprattutto negli Stati Uniti e sotto forma di movimenti laterali, mentre l'Europa ha proseguito un movimento rialzista avviato dal 2024. Nelle ultime settimane, il copioso e disordinato flusso di dichiarazioni del Presidente statunitense Trump sull'introduzione di dazi sempre maggiori e addirittura la menzione della possibilità di una recessione potrebbero avere contribuito a spingere gli investitori ad aumentare le pressioni in vendita, e il calo dei principali indici USA, S&P 500 e Nasdaq Composite, si è accentuato. Nel caso dei mercati azionari, tuttavia, il passato ci viene in soccorso. Maggiore volatilità delle borse significa un maggior numero di casi di forti discese (e risalite) dei prezzi che gli investitori possono analizzare. Nella storia di S&P 500 (da fine 1927) e Nasdaq Composite (dal 1970) i movimenti di discesa "significativa", che definiamo come una flessione di oltre il -5%, che non siano sfociati in un *bear market*, e quindi, nell'accezione più comune e semplice, che non abbiano superato il -20%, sono stati piuttosto numerosi: 54 casi per l'S&P 500 e 14 per il Nasdaq. Per maggiore chiarezza questi casi sono stati divisi tra le discese dell'indice comprese tra -5% e -10% e quelle comprese tra -10% e -20%. Inoltre, dato lo stato di salute in cui per il momento ancora versa l'economia a stelle e strisce, non sono stati considerati i casi in situazione di recessione³.

Grafico 3A: entità media correzioni S&P 500 non recessive e non bear market tra -5% e -10%, 1927-2024

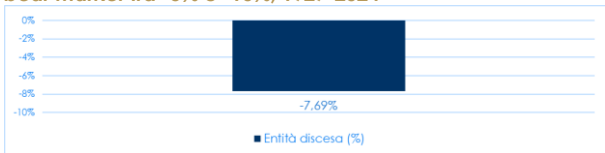


Grafico 3B: entità media correzioni S&P 500 non recessive e non bear market tra -10% e -20%, 1927-2024

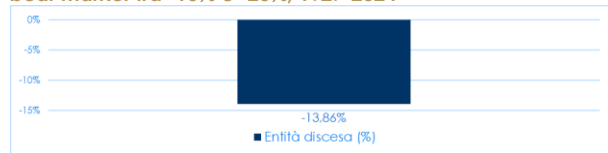


Grafico 4A: periodi medi di discesa e recupero, correzioni S&P 500 non recessive e non bear market tra -5% e -10%

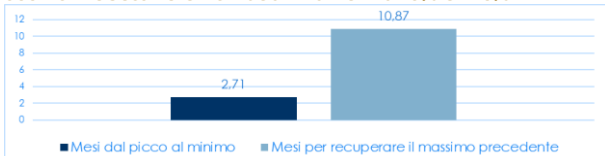


Grafico 4B: periodi medi di discesa e recupero, correzioni S&P 500 non recessive e non bear market tra -10% e -20%

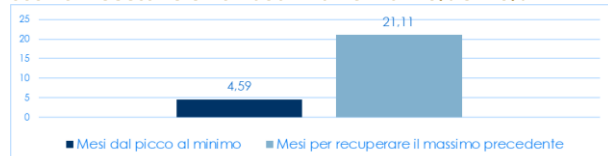


Grafico 5A: performance medie a 3, 6, 12 mesi da minimi. S&P 500, correzioni non recessive e non bear market tra -5% e -10%

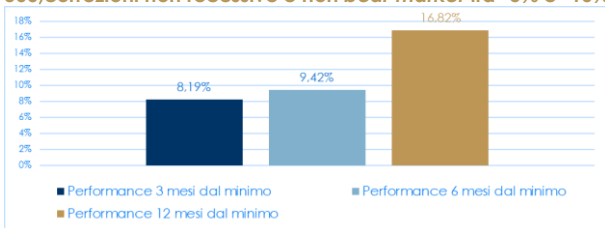
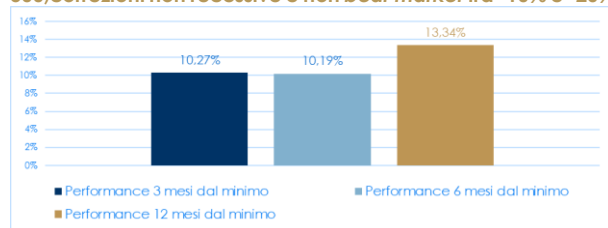


Grafico 5B: performance medie a 3, 6, 12 mesi da minimi. S&P 500, correzioni non recessive e non bear market tra -10% e -20%



I grafici 5A, 5B, 8A e 8B mostrano che, in passato, correzioni della stessa tipologia delle attuali abbiano rappresentato opportunità di investimento. La volatilità nella fase di discesa è durata qualche mese, le fasi di debolezza sono spesso state prolungate. Dai minimi i rimbalzi sono stati interessanti anche su orizzonti temporali brevi (3, 6, 12 mesi), nonostante sia servito, in media, un periodo più lungo per recuperare i picchi precedenti.

Grafico 6A: entità media correzioni Nasdaq Composite non recessive e non bear market tra -5% e -10%, 1970-2024

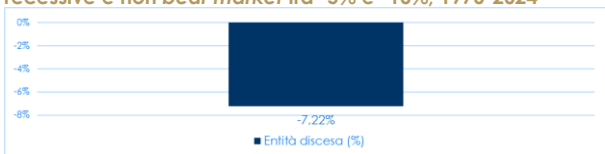
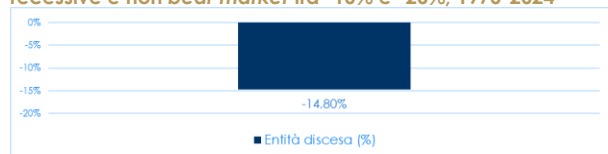


Grafico 6B: entità media correzioni Nasdaq Composite non recessive e non bear market tra -10% e -20%, 1970-2024



T con Zero

La seconda generazione

N.34 - MARZO 2025

Grafico 7A: periodi medi di discesa e recupero, correzioni Nasdaq non recessive e non bear market tra -5% e -10%

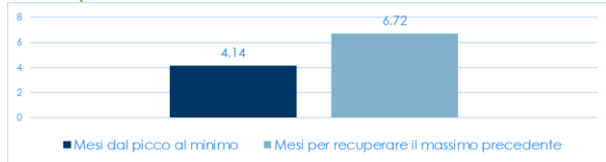


Grafico 8A: performance medie Nasdaq Composite a 3, 6, 12 mesi da minimi.

Correzioni non recessive e non bear market tra -5% e -10%

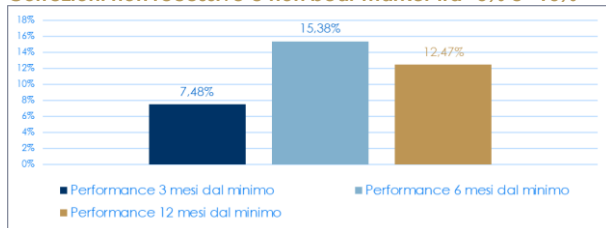


Grafico 7B: periodi medi di discesa e recupero, correzioni Nasdaq non recessive e non bear market tra -10% e -20%

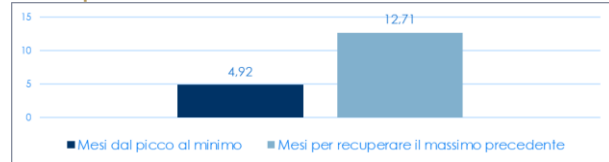
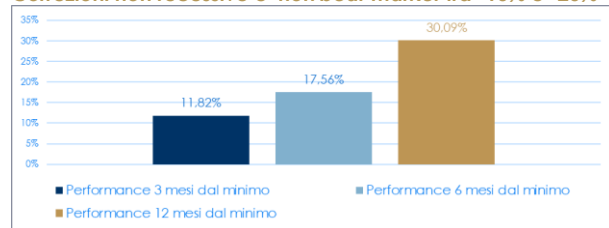


Grafico 8B: performance medie Nasdaq Composite a 3, 6, 12 mesi da minimi.

Correzioni non recessive e non bear market tra -10% e -20%



Questo tipo di evidenza empirica corrobora l'idea che sfruttare opportunisticamente periodi di debolezza per accumulare posizioni azionarie abbia storicamente rappresentato una strategia valida. Oggi gli USA potrebbero offrire un'occasione di ingresso. Le borse in Europa fino ad ora hanno mostrato una buona tenuta nelle giornate più volatili e hanno giustamente ricevuto un sostegno importante dai progetti di investimento pubblico in infrastrutture e difesa. I listini del Vecchio Continente presentano uno sconto di valutazione molto ampio rispetto agli Stati Uniti e potrebbero avere spazio per salire ulteriormente, sia pure con qualche possibile inciampo lungo il percorso. Ma, in caso di correzione, il ragionamento sulle opportunità di accumulazione potrebbe valere anche per l'Europa.

Terra incognita per l'obbligazionario governativo, ma alcuni spunti generali dall'esperienza dei mercati azionari

L'esperienza degli investitori azionari riassunta nei grafici precedenti sfortunatamente non offre spunti di fruibilità immediata per i titoli di Stato. Nel caso della Germania, ciò a cui si è assistito ha cambiato completamente il quadro di riferimento per gli investitori e potrebbe probabilmente avere sancito la fine di una lunga fase di rendimenti bassi iniziata dalla Grande Crisi Finanziaria del 2007-2008.

Oltre a ciò, il fatto che la variazione dei rendimenti di inizio marzo sia stata di una violenza mai osservata prima ha portato gli investitori in un territorio inesplorato. È comprensibile che questo possa indurre atteggiamenti di maggiore prudenza e avversione al rischio e che la scoperta dei prezzi proceda per tentativi ed errori, come gran parte dei processi di apprendimento umani. La cosa migliore che si può affermare con un buon grado di fiducia è che ormai buona parte di ciò che poteva accadere ed essere annunciato, talvolta in malo modo, sia entrata nell'insieme delle informazioni di cui gli investitori sono a conoscenza. Per chi ritenesse i rendimenti attuali interessanti e fosse disposto a portare le posizioni a scadenza, le condizioni sono più favorevoli rispetto alla fine di febbraio. Ma sarebbe prematuro affermare che il processo di rivalutazione dello scenario, ricalibrazione delle aspettative e riposizionamento conseguente si sia completato nel mondo obbligazionario governativo.

C'è un punto di vista dal quale può acquistare valore l'esperienza accumulata con le azioni: se si subisce uno scossone significativo, tendenzialmente serve un certo tempo perché il movimento ribassista esaurisca il suo slancio. Questa fase di prolungamento della debolezza può servire ad accumulare posizioni. I recuperi poi sono spesso stati corposi e non bisogna dimenticare che i percorsi rialzisti, come quelli ribassisti, raramente sono stati regolari. È dopo le giornate di forte correzione che tendenzialmente i più grandi movimenti di rimbalzo si sono verificati. Perdere l'opportunità di accumulare sulla debolezza o uscire dai mercati in tali fasi di stress, se non costretti, sarebbe stata, in numerosi casi passati, una scelta penalizzante.

Evoluzione e scoperta possono essere traumatiche e procedere lungo sentieri tortuosi e impervi. Esserne consapevoli può aiutare a prendere decisioni migliori, costruendo, con processi di investimento disciplinati e articolati, portafogli strategici diversificati, che potrebbero contribuire a contenere i rischi e a ridurre le possibilità di commettere errori potenzialmente costosi. Che in alcuni casi possono lasciare indietro nella selezione naturale.

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



T con Zero

La seconda generazione

N.34 - MARZO 2025

Note e riferimenti

1: Charles Robert Darwin, *L'origine delle specie*, 1859.

2: L'indice di riferimento utilizzato per l'elaborazione (grafico 1) è quello dei titoli di Stato tedeschi a scadenza compresa tra 7 e 10 anni costruito da ICE BofA. Per l'elaborazione che porta al grafico 2, l'indice di riferimento è l'analogo del precedente per l'Italia.

3: In particolare, sono stati esaminati i casi di 32 discese tra il -5% e il -10% in situazione economica non di recessione per l'S&P 500 e 3 per il Nasdaq Composite, e di 22 discese comprese tra il -10% e il -20% per l'S&P 500 e 11 per il Nasdaq Composite, sempre in situazione di non recessione, da fine 1927 per l'S&P 500 e dal 1970 per il Nasdaq Composite.

Le elaborazioni di tutti i grafici sono di Mediobanca Private Banking e dell'autore su dati Bloomberg e di altre fonti rilevanti.

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 presente documento (il "Documento") è stato preparato da Mediobanca Private Banking ("MBPB") a scopo puramente informativo ed è riservato a MBPB e ai suoi clienti. 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 Private Banking; esso non può essere riprodotto o pubblicato, nemmeno in una sua parte, senza la preventiva autorizzazione scritta di MBPB. Le informazioni, opinioni, valutazioni e/o previsioni contenute nel presente Documento (le "Informazioni") si basano su fonti ritenute autorevoli ed attendibili; tuttavia, MBPB 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, le correlazioni e i livelli di rischio passati, eventualmente rappresentati nel Documento, non sono indicativi né garantiscono gli stessi rendimenti, correlazioni o livelli di rischio per il futuro. Le Informazioni contenute nel presente Documento costituiscono valutazioni di Mediobanca Private Banking aggiornate alla data della sua produzione e potrebbero variare nel tempo, senza necessità di comunicazione da parte di Mediobanca Private Banking e possono essere differenti da quelle di altri professionisti del gruppo Mediobanca e non le vincolano.



MEDIOBANCA
PRIVATE BANKING