



MEDIOBANCA
PRIVATE BANKING

I con Zero

La seconda generazione

Circospezione, contrarietà e opportunismo



T con Zero

La seconda generazione

N.35 - APRILE 2025

Circospezione, contrarietà e opportunismo

Sii avido quando gli altri hanno paura e abbi paura quando gli altri sono avidi (Warren Buffett)

L'annuncio dei dazi reciproci da parte di Trump il 2 aprile ha avviato una vera e propria guerra. Forse alcuni di coloro che hanno usato l'espressione *guerra commerciale* lo hanno fatto con una certa leggerezza, per cui poi sono rimasti stupiti nel vedere alcune cose, largamente annunciate, accadere sul serio e con una dimensione talmente grande da non poter ipotizzare che non vi sia un impatto sull'economia. Inoltre, la retorica trumpiana, con i suoi annunci spesso contraddittori, ha spinto la percezione di incertezza a livelli talmente alti che, anche se gli USA dovessero rinunciare all'applicazione dei dazi, potrebbe servire tempo per ristabilire la fiducia degli operatori sulla stabilità delle decisioni di politica economica a stelle e strisce. Questo non solo è un problema perché può rallentare le decisioni degli attori economici, famiglie e imprese, in particolare per quanto riguarda gli investimenti e gli acquisti di beni durevoli, ma di fatto rappresenta un fallimento per Trump, almeno per ora, nel suo obiettivo di riportare investimenti diretti dall'estero al suolo statunitense.

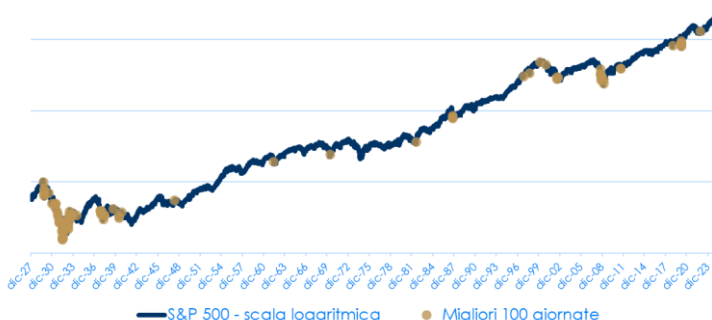
Il quadro, insomma, è in continua evoluzione. La confusione è tanta, alimenta comprensibili preoccupazioni e può avere conseguenze di lungo periodo, se si dovesse arrivare alla necessità di riprogettare le catene produttive, di approvvigionamento e di distribuzione fortemente internazionali che sono state costituite in decenni di globalizzazione.

Anche nelle difficoltà non bisogna abbandonarsi al pessimismo, ma è opportuno analizzare il contesto

La massima del leggendario investitore Warren Buffett in apertura di questa nota ci ricorda un concetto molto importante, soprattutto per gli investitori con un orizzonte temporale lungo: adottare un approccio *contrarian*, cioè ispirato alla contrarietà rispetto all'andamento e soprattutto all'*atteggiamento* prevalente in un mercato finanziario, può dare buoni frutti. In estrema sintesi, si tratta di un piano d'azione semplice a parole, ma di difficile applicazione nella realtà: comprare sulla debolezza, quando i mercati scendono, cioè in fasi nelle quali gli altri investitori tendono a vendere, e vendere sulla forza, quando i listini salgono, perché la maggioranza delle transazioni degli altri investitori sono acquisti. Sembra facile, ma l'istinto umano, che sovente porta a cercare conforto nell'uniformarsi alle opinioni prevalenti e al comportamento delle masse, tende a spingere nella direzione opposta. In altre parole, nuotare controcorrente è faticoso.

Tuttavia il messaggio della storia, al riguardo, è estremamente chiaro: comprare sulla debolezza, soprattutto se estrema - non solo in termini di profondità dei cali di borsa, ma anche di una durata o frequenza delle discese che può sfibrare anche la resistenza degli investitori più ottimisti e perverci - si è rivelato una decisione proficua. Oltre ad aumentare i rendimenti medi che si possono ottenere nel lungo termine, acquistare nelle fasi di discesa può dare risultati interessanti anche su orizzonti temporali più brevi.¹

Grafico 1: performance dell'S&P 500, scala logaritmica, e le 100 singole giornate con i maggiori rialzi, 1927-2025



La storia quasi centenaria dello Standard & Poor's 500 mostra come le *cento singole giornate* con i rialzi maggiori (dal 4.61% al 16.61%, i punti dorati nel grafico 1) si siano perlopiù verificate in fasi di discesa.

Significa che chi ha avuto il coraggio di comprare nella debolezza pronunciata dei mercati ha potuto contare su discrete probabilità di trarre beneficio da un rialzo, anche sotto forma di rimbalzo di breve periodo, indipendentemente dal fatto che la tendenza di breve o medio termine dell'indice si sia invertita in direzione positiva o si sia mantenuta ribassista.

I con Zero

La seconda generazione

N.35 - APRILE 2025

Attenzione però: affinché le probabilità di avere un rimbalzo siano significativamente a favore degli investitori, bisogna trovarsi in fasi di debolezza estrema. Comprare quando il mercato corregge in misura limitata va sempre bene ed è una strategia profittevole nelle fasi di mercato-toro, quando la tendenza rialzista del *bull market* è chiara. Altrimenti si tratta di una decisione sensata dal punto di vista della disciplina di investimento, ma non è detto che possa davvero fare la differenza per un portafoglio. In questo caso è bene tenere in mente un'altra celebre massima di Buffett, più orientata alla prudenza: *Regola numero 1: non perdere soldi. Regola numero 2: non scordare la regola numero 1.*

In altri termini, cercare di essere opportunisti anche attraverso un approccio *contrarian* può andare bene, ma, prima di fidarsi ciecamente dei messaggi del passato, bisogna sempre adottare una certa circospezione nel valutare le situazioni nelle quali le discese si verificano, e capire se possa servire un margine di prudenza aggiuntivo, perché magari i fattori di incertezza possono essere particolarmente rilevanti o destabilizzanti rispetto alle logiche consolidate e prevalenti nel passato.

Vale la pena spendere qualche parola sui modi per cercare di capire (purtroppo la certezza non si può mai avere) se la debolezza dei mercati si possa considerare estrema. Uno, piuttosto pratico e diffuso, è valutare lo stato d'animo degli investitori. Quando la loro psicologia tende al grande pessimismo, storicamente si è trattato di una forte indicazione a fare l'opposto. Negli Stati Uniti, l'umore di chi acquista o vende azioni è sondato in modo sistematico e attendibile ogni settimana da decenni.² La differenza tra quanti ritengono che, nei sei mesi successivi alla data dell'intervista, il mercato azionario USA sarà più in alto e quanti ritengono che sarà più in basso è rappresentata dalla linea blu del grafico che segue. Più la linea scende, più negativo è l'umore degli investitori, e viceversa. Il segnale, in una logica di contrarietà, cioè di posizionarsi all'opposto dell'opinione prevalente, ha spesso funzionato molto bene quando le rilevazioni negative erano estreme. I casi segnalati nel grafico 2 seguente (le tre letture più basse di questo valore³, oltre a quella del 2025) sono stati seguiti sia da rally di lungo periodo, sia da rimbalzi nel breve-medio termine. Nell'altro senso il segnale è stato meno efficace: indicazioni molto positive non sempre hanno corrisposto a fasi di euforia seguite da correzioni. Si tratta pur sempre di sondaggi di opinione, non di rilevazioni dell'effettivo posizionamento.

Grafico 2: opinione degli investitori sull'andamento della borsa USA nei 6 mesi successivi, 1987-2025 e 4 valori minimi

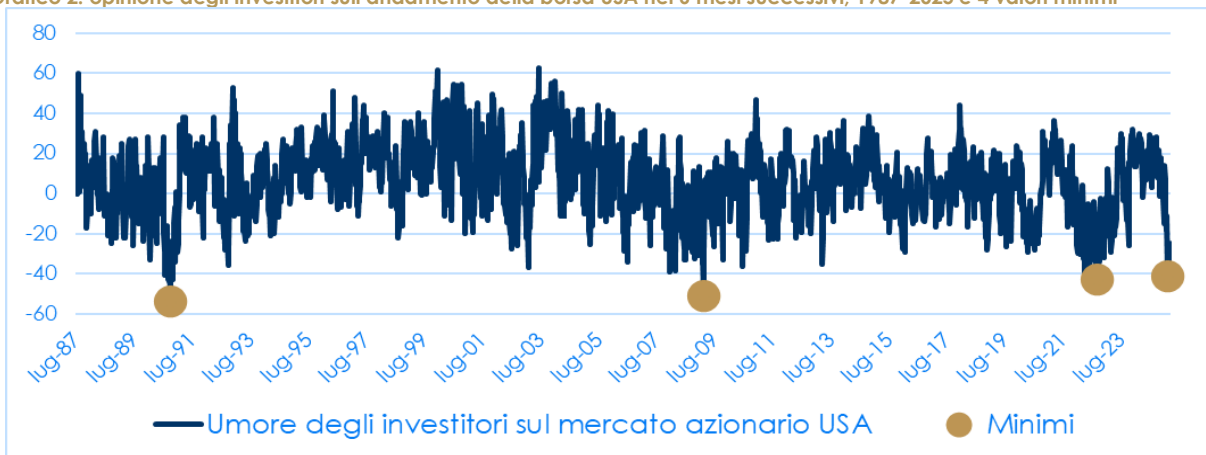
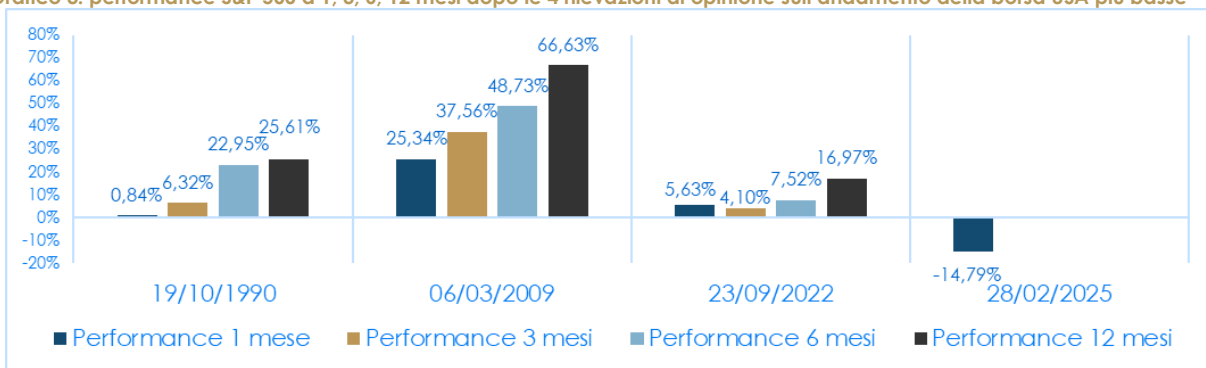


Grafico 3: performance S&P 500 a 1, 3, 6, 12 mesi dopo le 4 rilevazioni di opinione sull'andamento della borsa USA più basse



I con Zero

La seconda generazione

N.35 - APRILE 2025

Se il mondo cambia profondamente, ha senso mantenere un atteggiamento aperto, con circospezione

Ovviamente investire non è un'attività semplice e meccanica. E non si può pensare di applicare senza un'analisi critica regole che hanno funzionato in alcuni momenti del passato. Come accennato all'inizio di questa nota, cambiare il paradigma di riferimento per il commercio internazionale potrebbe rappresentare un profondo sconvolgimento delle relazioni economiche come gli operatori le hanno conosciute negli ultimi cinquant'anni, se non dal secondo dopoguerra. Quindi è possibile che la diffidenza si mantenga elevata.

Magari questa considerazione potrebbe spiegare come mai i grafici 2 e 3 precedenti illustrino che il 28 febbraio 2025 sia stata l'unica volta in cui la performance dell'S&P 500, un mese dopo una delle rilevazioni dell'umore degli investitori più pessimistiche di sempre, sia stata pesantemente negativa. È anche possibile che vi sia stata una coincidenza sfavorevole di date, con il primo mese che terminava a ridosso degli annunci dei dazi. Il tempo dirà se la logica della contrarietà potrà valere anche nel contesto confuso e turbolento di oggi oppure no. Dopo tutto, il mondo è sottoposto a un rischio di profondo cambiamento (o sconvolgimento). È iniziata una guerra, e dai conflitti possono uscire malconci, almeno in parte, anche i vincitori, chiunque essi siano.

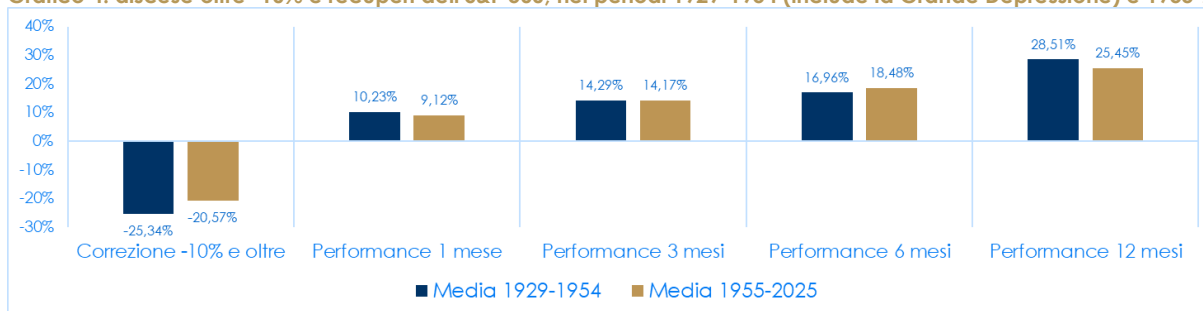
In questa fase così difficile da interpretare sul piano politico, economico e finanziario, c'è anche chi lancia allarmi che evocano scenari di cambiamenti epocali che potrebbero riportare il mondo e le relazioni tra Paesi ed economie ad uno stato più simile a quello della prima metà del Novecento che a quello degli anni 2000-2015, aggiungendo il rischio di far sprofondare di nuovo il pianeta e la sua economia principale, gli Stati Uniti, in una sorta di seconda Grande Depressione autoinflitta.

Fatta la dovuta precisazione che non è affatto scontato, almeno in base alle informazioni di cui si può disporre attualmente, che quello sia lo scenario a cui si è destinati, e che quindi non sia opportuno ora assumerlo come punto di riferimento, ci sono comunque dati da analizzare per quel periodo. Tra il 1929, anno in cui si è verificato il crollo di Wall Street a cui fece seguito la Grande Depressione, e il 1954, anno in cui l'S&P 500 superò i picchi del 1929 per riprendere la sua cavalcata rialzista di lungo periodo, si sono verificati numerosi periodi di turbolenza, con discese e recuperi molto ampi: non si è trattato di un movimento unico, né uniforme.

La prima osservazione interessante è che, delle 100 singole giornate più positive nella storia dell'S&P 500, da fine 1927 a oggi, ben 66 si siano svolte nel quarto di secolo che va dal 1929 al 1954 (come mostra il grafico 1).

La seconda è che i rialzi, dopo discese profonde (-10% e oltre), calcolati su vari orizzonti temporali, anche brevi, nel periodo 1929-1954 in media sono stati simili, ma spesso superiori, a quelli dei 70 anni successivi (grafico 4).

Grafico 4: discese oltre -10% e recuperi dell'S&P 500, nei periodi 1929-1954 (include la Grande Depressione) e 1955-2025



Con la prudenza adeguata alla tolleranza del rischio e all'orizzonte temporale di ciascun investitore, l'idea di accumulare, con gradualità e in quantità non eccessive, attività rischiose come le azioni in fasi di debolezza estrema, può contribuire a migliorare la performance complessiva di un portafoglio strategico ben diversificato. Come ricordato in numerose occasioni, infatti, la diversificazione rappresenta un valido modo per prepararsi ad affrontare l'elevata incertezza del contesto attuale.

Ripromettersi di comprare opportunisticamente sulla debolezza - e vendere sulla forza, ma per questa nota ci si concentra sulla prima parte, l'unica necessaria per un investitore di lungo periodo - è facile. Più difficile può essere tenere fede al proposito. Nel mondo "di prima" l'evidenza era nettamente a favore del farlo. In quello nel quale forse ci si potrebbe ritrovare a vivere nei prossimi anni, non si potrà sapere per un certo tempo, forse anche lungo. Non significa che, magari muovendosi a piccoli passi e con tutta la circospezione del caso, abitudini che erano buone nel contesto precedente debbano necessariamente essere abbandonate.

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



T con Zero

La seconda generazione

N.35 - APRILE 2025

Note e riferimenti

1: Si veda per esempio *T con Zero* n. 34, marzo 2025, *Evoluzione e scoperta*.

2: Rilevazione della *American Association of Individual Investors*

3: In realtà nel 2022 si sono registrate due osservazioni tra le più basse di sempre, ma la loro distanza è stata ravvicinata (29 aprile e 23 settembre) e sono state trattate come un'unica osservazione, a partire dalla seconda data.

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