



MEDIOBANCA
PRIVATE BANKING

I con Zero

La seconda generazione

Le prospettive dall'alto



T con Zero

La seconda generazione

N.37 - GIUGNO 2025

Le prospettive dall'alto

Ho sempre preferito la felicità alla dignità. (Charlotte Brontë, Jane Eyre)

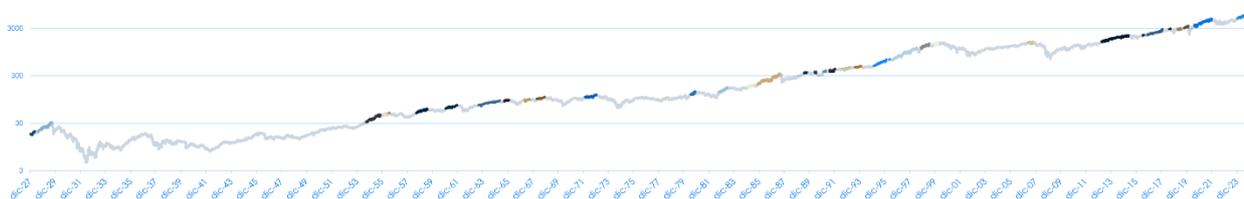
La citazione di apertura di questo mese può apparire insolita per i mercati finanziari, ma l'idea è proprio quella di uscire dal seminato consueto, o almeno provarci. Fiumi di inchiostro sono stati usati, anche in *T con Zero*, per spiegare¹ a chi opera nei mercati finanziari che una delle strategie più intelligenti per investire nei listini azionari sia accumulare posizioni nelle fasi di discesa. E che anche se agire controcorrente, cioè acquistare mentre tutti vendono, costa fatica, come minimo dal punto di vista psicologico e dell'immagine, i risultati nel medio-lungo periodo, ma talvolta anche nel breve, possono ricompensare gli sforzi e le pressioni che bisogna sostenere.

Questa volta l'obiettivo è ribaltare la prospettiva. Anche se "comprare basso e vendere alto" suona molto bene, e approfittare delle discese dei mercati per acquistare è spesso ritenuta una strategia con maggiore dignità, ci si vuole domandare se cedere alla tentazione di seguire il comportamento della massa e investire in azioni nelle fasi rialziste delle borse, in particolare quando si raggiungono massimi, e provare la felicità di sentirsi parte di un sistema più ampio, possa essere effettivamente una scelta sbagliata oppure no. Insomma si vuole guardare il mercato dall'alto, anziché dal basso: spesso la vista dall'alto è più chiara.

Se esiste il detto *the trend is your friend*, c'è un motivo: le tendenze di solito sono persistenti, e spesso rialziste

Come si è avuto modo di osservare in varie occasioni in passato, i mercati finanziari tendono a mantenere la propria direzione di marcia finché qualche elemento esterno, esercitando una forza, li costringe a cambiarla. Nella storia la tendenza delle borse è stata chiaramente rialzista. Il persistere di questa dinamica favorevole ha fatto sì che investire e rimanere investiti nelle borse, per la maggior parte del tempo, abbia consentito di trarre beneficio dal trend positivo. Questa situazione, dal punto di vista logico, è diversa dal "seguire il comportamento della massa": si tratta piuttosto di seguire la tendenza, "cavalcarla", come talvolta si dice. Ed è evidente che, se un listino sale per un periodo prolungato, i punti di massimo, nella maggior parte dei casi, saranno seguiti da nuovi massimi ancora più alti, spesso anche dopo poco tempo. Il grafico 1 mostra l'andamento dell'S&P 500 dall'avvio a giugno 2025: soprattutto negli ultimi 75 anni, dal 1949 in poi, la tendenza è stata chiaramente rialzista, con un numero piuttosto limitato di interruzioni serie, numerose delle quali di durata contenuta.

Grafico 1: performance dell'S&P 500, scala logaritmica, 1927-2025



I tratti del grafico 1 evidenziati in colori diversi dal grigio chiaro, che rappresenta l'andamento generale dall'inizio, sono dei raggruppamenti di osservazioni di una tendenza rialzista in un intervallo temporale limitato, che quindi si possono analizzare come un unico episodio. Nella storia dell'S&P 500 sono stati individuati 36 raggruppamenti (o *cluster*) completi. Se ne sono analizzate le performance a 1, 3, 5 anni dalla data iniziale, dalla data intermedia e dalla data finale. L'esercizio è stato ripetuto per un campione più ampio di indici azionari.² Inoltre, per completezza e per un paragone con l'esperienza dei raggruppamenti, sono state calcolate le performance a 1, 3 e 5 anni da tutti i massimi osservati nella storia degli indici. La sintesi espressa dai valori medi e mediani conferma chiaramente che rimanere investiti in azioni, in passato, abbia prodotto risultati molto positivi e che quindi il trend si sia dimostrato amico degli investitori, come vuole il celebre detto. I dati sull'"intera storia", infine, servono per confronto: è come se si investisse in un momento casuale nella storia dell'indice e si controllasse poi la performance nei successivi periodi di 1, 3 e 5 anni.

I con Zero

La seconda generazione

N.37 - GIUGNO 2025

Se si considerano tutte le osservazioni di un massimo storico (i nuovi massimi assoluti), i rendimenti medi e mediani di chi ha investito in quei punti, soprattutto con un orizzonte temporale di 3 o 5 anni (quindi medio, nemmeno lungo), sono stati tendenzialmente positivi, come mostrano i grafici 2-4.

Grafico 2: performance mediane e medie a un anno dai massimi, vari indici

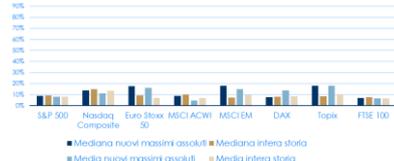


Grafico 3: performance mediane e medie a 3 anni dai massimi, vari indici

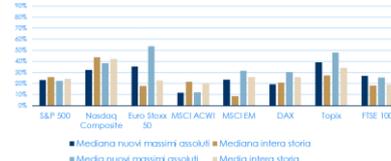
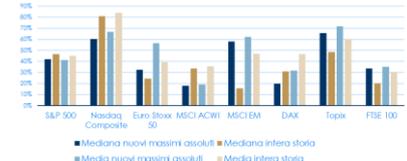


Grafico 4: performance mediane e medie a 5 anni dai massimi, vari indici



Quando si considerano i massimi relativi, cioè picchi isolati e non superati in un arco temporale di tre mesi, prima o dopo il raggiungimento del valore più alto, si prende un campione in cui l'effetto-trascinamento positivo del trend incide meno e si osserva una maggiore volatilità delle performance successive.

Grafico 5: performance mediane e medie a un anno da massimi isolati, vari indici

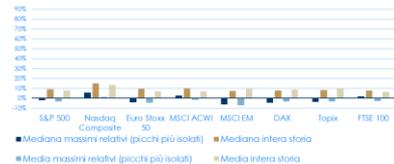


Grafico 6: performance mediane e medie a 3 anni da massimi isolati, vari indici

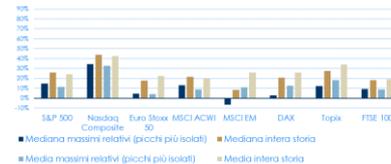
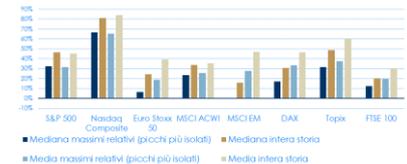


Grafico 7: performance mediane e medie a 5 anni da massimi isolati, vari indici



In entrambi i casi, su un orizzonte temporale breve, un anno, la volatilità delle performance è stata maggiore, con sconfinamenti più numerosi (la cui frequenza è riportata nei grafici 8-10) in territorio negativo.

Grafico 8: frequenza di ribassi a un anno da massimi assoluti e relativi (isolati), vari indici

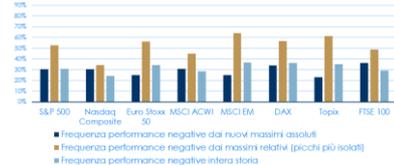
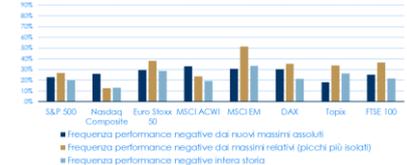


Grafico 9: frequenza di ribassi a 3 anni da massimi assoluti e relativi (isolati), vari indici



Grafico 10: frequenza di ribassi a 5 anni da massimi assoluti e relativi (isolati), vari indici



L'analisi per raggruppamenti offre spunti interessanti (grafici 11-13). Come è intuitivo, le performance successive alla data di osservazione iniziale tendono a essere migliori di quelle calcolate a partire dalla data intermedia o finale di ciascun intervallo. L'analisi per raggruppamenti concentra e differenzia le osservazioni. Consente di comprendere meglio i movimenti passati e contestualizzare le possibili prospettive.

Grafico 11: performance mediane a 1 anno dai massimi, raggruppamenti, vari indici



Grafico 12: performance mediane a 3 anni dai massimi, raggruppamenti, vari indici



Grafico 13: performance mediane a 5 anni dai massimi, raggruppamenti, vari indici



Grafico 14: frequenza di ribassi a 1 anno da massimi, raggruppamenti, vari indici

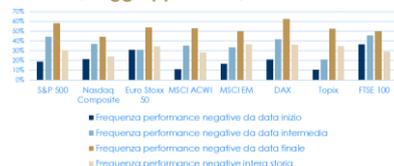


Grafico 15: frequenza di ribassi a 3 anni da massimi, raggruppamenti, vari indici

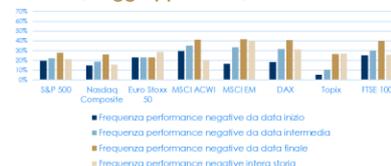
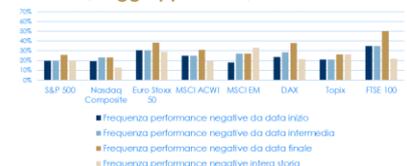


Grafico 15: frequenza di ribassi a 5 anni da massimi, raggruppamenti, vari indici



Anche quando si aggregano le osservazioni, inoltre, si può notare che, su un orizzonte temporale di medio

T con Zero

La seconda generazione

N.37 - GIUGNO 2025

periodo, aumentano le probabilità che, dopo un'eventuale flessione da un massimo, la tendenza rialzista di lungo termine riprenda e porti gli investitori a conseguire risultati positivi.

I grafici 17-19 danno un'idea della profondità delle correzioni da un massimo alla fine di un raggruppamento, quindi alla fine di un rialzo prolungato, su diversi orizzonti temporali. Le osservazioni negative registrate su orizzonti temporali pluriennali sono tendenzialmente state associate a *bear market*. Le performance dei soli casi negativi, che hanno incrociato un orso sulla propria strada, si possono considerare una sintesi degli episodi più sfavorevoli.

Grafico 17: mediana performance negative a 1 anno da massimi, raggruppamenti

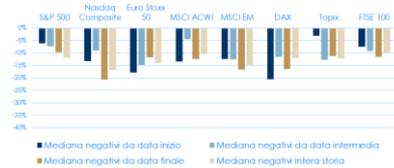


Grafico 18: mediana performance negative a 3 anni da massimi, raggruppamenti

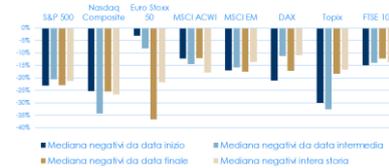
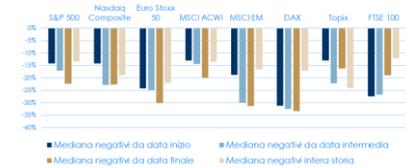


Grafico 19: mediana performance negative a 5 anni da massimi, raggruppamenti



La conclusione: il tempo nel mercato azionario vale più della scelta del tempo per entrare e uscire dal mercato

Il limite, ben noto, delle analisi storiche è che non necessariamente possono essere utili per prevedere il futuro. Tuttavia la conoscenza di quello che è accaduto nel passato rappresenta uno dei punti di riferimento più solidi per formulare aspettative sul futuro e arricchire le analisi sugli scenari possibili.

Le correzioni, le fasi di discesa, talvolta anche severa, fanno fisiologicamente parte della dinamica dei mercati finanziari e delle borse in particolare. È naturale che, dopo periodi di rialzo prolungati, gli investitori si pongano la domanda se sia opportuno ridurre, anche solo in misura contenuta, l'esposizione azionaria. Le prese di profitto sono sempre legittime ed è possibile che nei prossimi mesi si verifichino episodi di volatilità, che potrebbero fornire l'opportunità per mettere al lavoro nuove risorse o gli utili consolidati con le eventuali prese di beneficio.

Il concetto principale è che rimanere investiti nel mercato azionario, soprattutto con un orizzonte temporale di medio-lungo termine, storicamente ha premiato molto più che cercare i "momenti giusti" per entrare e uscire dall'azionario in modo opportunistico. In poche e altre parole, il tempo *nel* mercato azionario vale più della scelta del tempo per entrare e uscire dal mercato. La sintesi anglosassone, in questo caso, suona molto meglio: *time in the market beats timing the market*. Entrare in una fase di correzione nel passato ha consentito, per la maggior parte degli indici, ma non sempre, di conseguire rendimenti medi e mediani superiori alla media e alla mediana di lungo termine (i grafici 20-22 mostrano questo effetto per l'S&P 500 e il Nasdaq Composite), mentre entrare su un massimo ha contribuito a una relativa compressione dei risultati, ma non per tutti gli indici, rispetto a entrare in un momento a caso. Dai dati presentati in questa nota, emerge come i rischi di incorrere in perdite, dopo acquisti sui massimi, siano stati comunque ragionevoli rispetto alle opportunità di guadagno successive.

Grafico 20: performance 1 anno da massimi assoluti e relativi, momenti casuali, discese

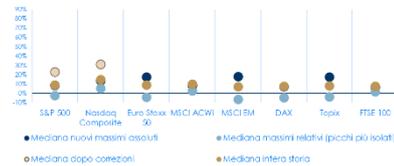


Grafico 21: performance 3 anni da massimi assoluti e relativi, momenti casuali, discese

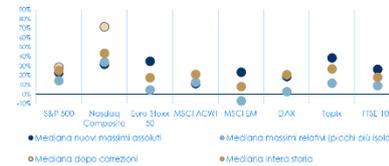
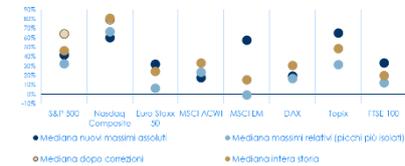


Grafico 22: performance 5 anni da massimi assoluti e relativi, momenti casuali, discese



L'evidenza empirica raccolta in questo *T con Zero* e nei due numeri¹ che hanno trattato l'opportunità di investire approfittando della debolezza del mercato sembra confermare che rimanere investiti nei mercati azionari nel medio-lungo periodo possa essere una decisione premiante e che, piuttosto che cercare di capire quali siano i momenti giusti per entrare e uscire, la scelta fondamentale che un investitore deve compiere sia l'esposizione strutturale alle azioni che desidera avere nel lungo termine. Una sorta di posizionamento minimo da mantenere stabile, che può essere integrato da un'allocazione supplementare da gestire tatticamente, in funzione delle oscillazioni di mercato. Un approccio di questo tipo può aiutare chi investe a ridurre i rischi di farsi trasportare dall'emotività e da notizie potenzialmente ansiogene, soprattutto in fasi di turbolenza dei mercati o di tensioni geopolitiche. La conoscenza dei dati consente, al tempo stesso, di acquisire consapevolezza di che cosa possa comportare, in termini di opportunità e rischi potenziali, investire dopo periodi di rialzo delle borse, così da poter valutare correttamente anche l'opzione, sempre legittima per chi lo desidera, di prendere profitto.

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



T con Zero

La seconda generazione

N.37 - GIUGNO 2025

Note e riferimenti

La citazione iniziale è tratta da: Charlotte Brontë, *Jane Eyre – An Autobiography*, 1847, cap. 34.

1: Le note citate sono le seguenti:

T con Zero n.34, Evoluzione e scoperta, marzo 2025

T con Zero n.35, Circospezione, contrarietà e opportunismo, aprile 2025

2: Gli indici azionari considerati per l'analisi sono: Standard & Poor's 500, Nasdaq Composite, Euro Stoxx 50, MSCI All Country, MSCI Emerging Markets, Dax (Germania), Topix (Giappone), FTSE 100 (Regno Unito), ognuno dalla sua data di partenza al 6 giugno 2025.

Le elaborazioni di tutti i grafici sono di Mediobanca Private Banking e dell'autore su dati Bloomberg e di altre fonti rilevanti. I dati raccolti vanno dall'inizio della disponibilità delle serie storiche al 6 giugno 2025.

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