



MEDIOBANCA
PRIVATE BANKING

I con Zero

La seconda generazione

Orizzonti temporali di un giorno e mercati finanziari



T con Zero

La seconda generazione

N.38 - LUGLIO 2025

Orizzonti temporali di un giorno e mercati finanziari

Accada quel che accada, i giorni cattivi passano come tutti gli altri. (William Shakespeare, Macbeth)

Questo numero di *T con Zero* vuole concludere un percorso di analisi storica del comportamento dei mercati finanziari in diverse circostanze e con diversi orizzonti temporali. Nelle tappe dei mesi scorsi¹ si è raccolta evidenza empirica su che cosa sia accaduto quando si è investito dopo fasi di correzione o sui minimi, o dopo periodi di rialzo o sui massimi, con orizzonti temporali lunghi, medi o brevi. Si è anche potuto osservare come molte delle giornate con i maggiori rialzi nella storia - quei giorni che, se non sfruttati, avrebbero potuto fare la differenza (in negativo) anche per i risultati di lungo periodo - si siano verificate in un contesto di discesa.

Questa volta ci si concentra sui singoli giorni. Ovvio che un singolo giorno sia un orizzonte temporale brevissimo, fin troppo corto per molti investitori, e che l'obiettivo di questa nota non sia certo incoraggiare il *day trading* né, in generale, una frequenza di contrattazioni troppo elevata. La conclusione del *T con Zero* precedente era proprio che *time in the market beats timing the market*. L'idea di un orizzonte temporale di un giorno può ricordare pericolosamente un tentativo di cercare i momenti ritenuti opportunisticamente più indicati per entrare e uscire dai mercati. D'altra parte un periodo di investimento lungo, il famoso *time in the market*, è composto da singoli giorni. La comprensione di che cosa sia accaduto, nel passato, un giorno per volta, può rendere più completa la visione anche adottando una prospettiva più estesa.

Una scommessa spesso vincente

Sono stati raccolti dati giornalieri per un ampio campione di indici azionari e obbligazionari². Questi ultimi nella duplice versione *total return*, che include la variazione dei prezzi e la quota giornaliera del rendimento cedolare, e *price only*, che considera solo le oscillazioni del prezzo dell'indice escludendo le cedole. Per l'azionario, le variazioni giornaliere considerano solo i prezzi, mentre i dividendi sono stati esclusi. Tutte le analisi sono state fatte in valuta locale. Per tutti gli indici sono state considerate tutte le giornate di contrattazione, dal lancio a oggi³.

Dai dati, sintetizzati nei grafici 1 e 2, balza immediatamente agli occhi come investire, anche solo per un giorno, sia stato profittevole. Per quasi tutti gli indici azionari (grafico 1), la frequenza di giornate positive (barre blu) osservata nel passato supera nettamente il 50%. In aggregato, la media (linea azzurra) si avvicina al 53%. In altre parole, se si fosse stati in dubbio, ogni singolo giorno, se investire o no, o se si fosse deciso a caso e in assenza di ragioni specifiche, mettere capitale al lavoro *anche per un solo giorno* avrebbe avuto una probabilità di guadagnare maggiore di quella di perdere. C'è variabilità tra i diversi indici di borsa, ma se si considera la loro intera storia, in valuta locale e dividendi esclusi, tutto il campione considerato si colloca al di sopra della metà di giornate positive (linea color oro). Includere i dividendi migliorerebbe ulteriormente la statistica.

Grafico 1: frequenza giornate positive, indici azionari

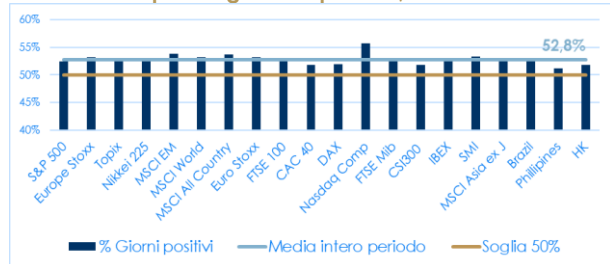
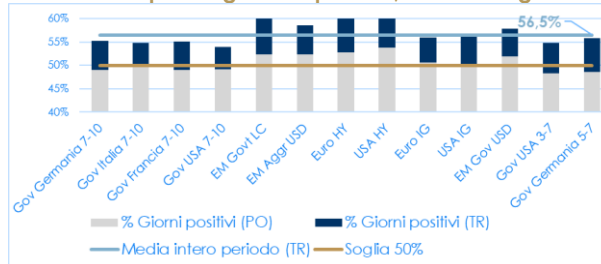


Grafico 2: frequenza giornate positive, indici obbligazionari



Per i mercati obbligazionari (grafico 2), la componente cedolare del rendimento complessivo (parte blu delle barre verticali) incide in misura significativa sull'entità dei risultati giornalieri che si possono ottenere. In aggregato, la frequenza di giornate positive, se si escludono le cedole (cioè le performance giornaliere *price-only*, barre grigio chiaro), supera il 50% ma non con un ampio margine e, a differenza dei mercati azionari, non

T con Zero

La seconda generazione

N.38 - LUGLIO 2025

tutti gli indici inclusi nel campione hanno fatto registrare più della metà di giornate positive. Se invece si considera la performance *total return*, che include sia la variazione del solo prezzo dei titoli (il cosiddetto corso secco), sia il flusso cedolare di pertinenza di ogni giorno di contrattazione, la frequenza media generale di giornate positive sale al 56.5% (linea azzurra).

Se ci si sposta verso un maggiore dettaglio, si può analizzare come sia cambiata la frequenza di giornate positive e negative nel tempo. Per semplicità, in questa nota si usano intervalli di dieci anni. Il messaggio, per quanto riguarda le borse, è chiarissimo. Le eccezioni a questa regola sono solo due e concentrate nei due decenni 1930-1939, dove ci sono dati per il solo S&P 500, sofferente per il trauma della Grande Depressione, e 1940-1949, periodo nel quale abbiamo dati per l'S&P 500, che fa registrare oltre il 52% di giornate positive, e per il Topix giapponese, con meno di un terzo di giornate positive (32.7%), ma con poche osservazioni, perché la disponibilità di dati per l'indice inizia il 16 maggio 1949. Di fatto, quindi, l'evidenza empirica mostra una prevalenza molto difficilmente scalfibile di giornate positive e l'unico modo per scendere sotto il 50% (al 48,4%) è stato precipitare nel contesto della Grande Depressione.

L'universo obbligazionario considerato, con le serie storiche più lunghe che iniziano nel 1986, presenta una differenziazione per decennio minore rispetto agli indici azionari. Meritano una menzione il periodo 2020-2025, particolarmente difficile come ben noto, e l'influenza che, nel 1998, la crisi russa e il collasso di Long Term Capital Management possono avere avuto per le obbligazioni a spread in Europa. Nel decennio 1990-1999, infatti, l'ampia componente cedolare per l'indice dei titoli societari ad alto rendimento di area Euro ha dato un contributo decisivo alla frequenza complessiva di giornate positive. Tutti i grafici per decennio sono riportati in appendice per i lettori interessati.

La quantità di giornate positive fa la differenza

Un secondo elemento che può valere la pena investigare, a questo punto, collega l'analisi delle performance giornaliere con quella di lungo periodo dei precedenti *T con Zero*¹. Ci si vuol domandare, cioè, se sia la *frequenza* di giornate positive, cioè la loro *quantità*, o piuttosto la *dimensione delle variazioni positive* rispetto a quelle negative, a costituire l'elemento portante delle tendenze rialziste di lungo periodo.

La performance media giornaliera per tutti gli indici azionari osservati è positiva e pari a 3.8 punti base, lo 0.04% circa. Per tutti gli indici obbligazionari è positiva e pari a 2.2 punti base, lo 0.022%. Eppure, come mostrano i due grafici che seguono, in generale e per quasi tutti i singoli indici considerati in questa analisi, la performance media delle giornate positive è più piccola, in valore assoluto, di quella che si è registrata storicamente in quelle negative. Si può dunque concludere che sia la maggiore quantità di giornate positive a fornire un contributo decisivo alle tendenze rialziste di lungo periodo. Un'ulteriore conferma del fatto che rimanere investiti nei mercati finanziari, se si ha un orizzonte temporale esteso, possa essere un'idea valida.

Grafico 3: performance medie giornaliere positive e negative, indici azionari

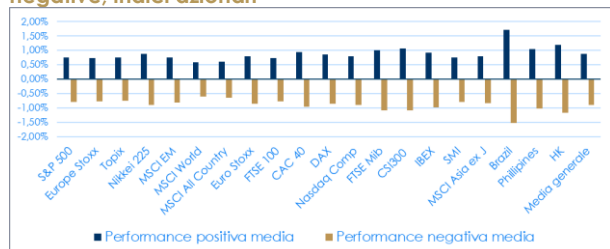
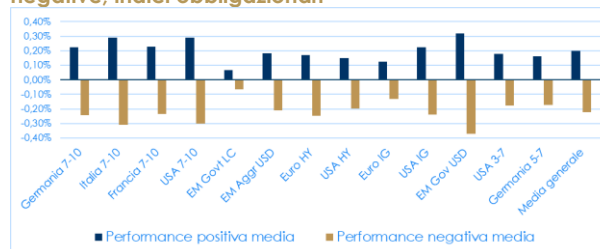


Grafico 4: performance medie giornaliere positive e negative, indici obbligazionari



I mercati finanziari non sono normali

Il terzo rilievo da fare, che richiede più attenzione, è che l'ipotesi che i rendimenti giornalieri si collochino sulla curva, regolare e simmetrica, della distribuzione di frequenza o di probabilità "normale", codificata da Gauss⁴, non trova riscontro nei fatti. Anche se i grafici delle frequenze con cui i rendimenti giornalieri cadono in diversi intervalli possono ricordare, in modo più o meno vago, la forma di una campana, la curva innanzitutto non è simmetrica e in secondo luogo non continua a degradare quanto più ci si allontana dal centro. Anzi, l'evidenza empirica (sintetizzata nei grafici 5 e 6) mostra con chiarezza il fenomeno noto come "code grasse", cioè che osservazioni estreme, o comunque molto distanti dal valore medio, centrale, si registrino con una frequenza ben superiore a quanto una distribuzione normale suggerirebbe.

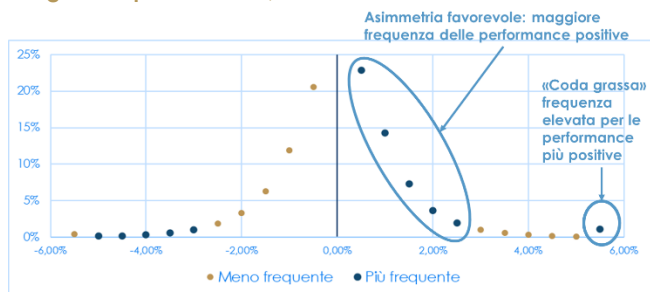
T con Zero

La seconda generazione

N.38 - LUGLIO 2025

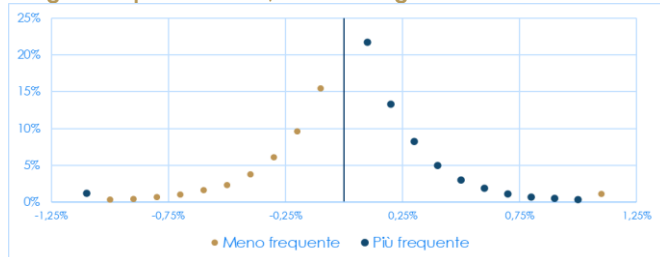
Tradotto nella realtà degli investitori, significa che le probabilità di guadagnare o perdere "molto", per quanto contenute in assoluto, siano più alte di quanto una distribuzione gaussiana indurrebbe a pensare. Questo è un elemento estremamente importante da tenere a mente quando si valuta il profilo di rendimento e rischio di ogni investimento. La distribuzione normale è uno strumento molto utile dal punto di vista matematico e statistico, ma la sua praticità ed eleganza formale non devono distogliere l'attenzione dal fatto che alcune informazioni, soprattutto se ci si allontana dal centro, in questo caso dalla media, possano rischiare di essere fuorvianti, e quindi, nel formulare aspettative sul futuro, potrebbe essere opportuno adottare alcuni accorgimenti che tengano conto di questo aspetto.

Grafico 5: frequenza di osservazioni positive e negative per scaglioni di performance, indici azionari



Nelle analisi per questo T con Zero, le osservazioni quotidiane degli indici azionari sono state raccolte in gruppi di performance di ampiezza 0.50% in un intervallo che va da -5% a +5%, e poi sono stati creati due ulteriori gruppi per le giornate con cali peggiori di -5% o con rialzi maggiori di +5%. Quelle degli indici obbligazionari sono state raccolte, con una logica analoga, in gruppi di performance di ampiezza 0.10% in un intervallo che va da -1% a +1%, con l'aggiunta di due gruppi per le variazioni giornaliere inferiori a -1% e superiori a +1%.

Grafico 6: frequenza di osservazioni positive e negative per scaglioni di performance, indici obbligazionari



Emerge un'informazione utile da ricordare: in aggregato, le performance giornaliere positive degli indici azionari mostrano una frequenza maggiore dei corrispondenti intervalli di performance negative nella parte più vicina al centro della distribuzione e all'estremo positivo. Nel comparto obbligazionario, invece, c'è più uniformità: la frequenza delle variazioni positive osservate in passato è risultata superiore per quasi tutti gli scaglioni, tranne quello estremo.

Conclusioni

L'evidenza empirica trasversale che si può raccogliere nei mercati azionari e obbligazionari internazionali conferma che essere investiti, in base all'esperienza storica, non solo sia stata una scelta proficua su orizzonti temporali medi o lunghi, ma lo sia stata anche nell'arco di una singola giornata, dalla chiusura di un giorno di contrattazione alla chiusura del successivo.

L'esistenza di caratteristiche asimmetriche tra rialzi e ribassi, per frequenza e dimensione, nella distribuzione delle performance giornaliere fa sì che per un investitore possa risultare attraente mantenere gli investimenti nel lungo periodo, e contribuisce a spiegare perché sia così. In questo modo, infatti, si potrebbe trarre beneficio sia dal maggior numero di giornate positive, sia dal fatto che la frequenza di performance positive particolarmente elevate rispetto alla media sia più alta di quanto un'ipotetica distribuzione normale suggerirebbe.

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

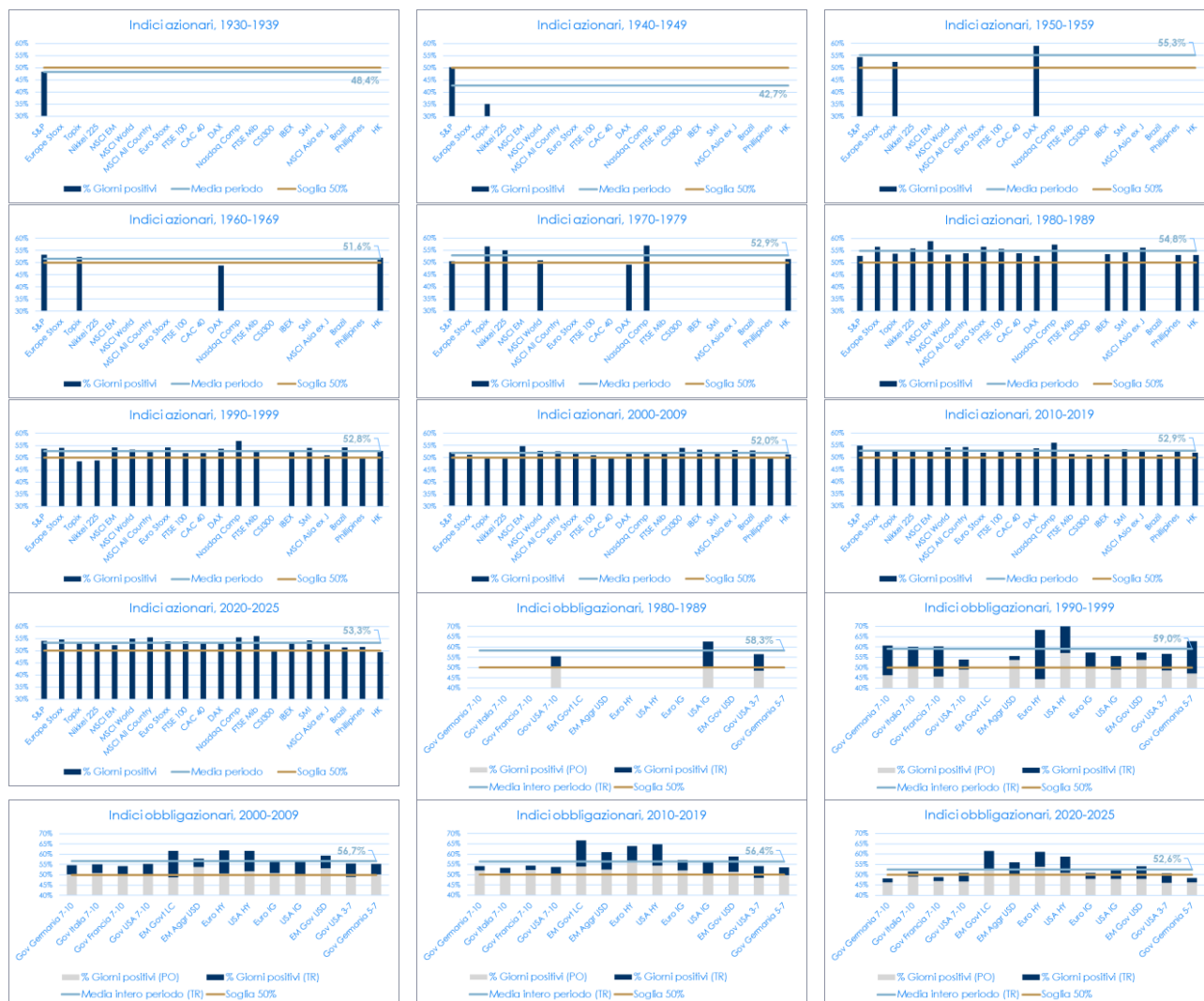
T con Zero

La seconda generazione

N.38 - LUGLIO 2025

Appendice

Di seguito i grafici dettagliati della frequenza di giornate positive per gli indici azionari e obbligazionari considerati nei diversi decenni.



Note e riferimenti

La citazione iniziale è tratta da: William Shakespeare, *Macbeth*, atto primo, scena terza.

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 S&P 500, Stoxx 600 Europe, Topix, Nikkei 225, MSCI Emerging Markets, MSCI World, MSCI All Country, Euro Stoxx, FTSE 100, CAC 40, DAX, Nasdaq Comp, FTSE Mib, Shanghai Shenzhen 300, IBEX (Spagna), SMI (Svizzera), MSCI Asia ex Japan, Bovespa (Brasile), Filippine, Hang Seng (Hong Kong), ognuno dalla sua data di partenza al 4 luglio 2025. Gli indici obbligazionari considerati per l'analisi sono tutti di ICE BofA: Gov. Germania 7-10 anni, Gov. Italia 7-10, Gov. Francia 7-10, Gov. USA 7-10, EM Govt in valuta locale, Aggregato EM in USD, Euro High Yield, Euro Investment Grade, USA Investment Grade, Gov. EM in USD, Gov. USA 3-7, Gov. Germania 5-7 anni.

T con Zero

La seconda generazione

N.38 - LUGLIO 2025

3: Il numero complessivo di giornate osservate è 233.955 per i mercati azionari e 117.529 per i mercati obbligazionari.

4: Gauss, nel 1809, ricavò la formula della distribuzione normale nell'ambito dei suoi studi sulla teoria degli errori. Tuttavia, nonostante il fatto che la *distribuzione normale* sia abitualmente chiamata anche *curva di Gauss*, essa non fu scoperta da Gauss. La distribuzione normale era già nota: Abraham de Moivre, ne introdusse il concetto nel 1733.

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 4 luglio 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