



MEDIOBANCA  
PRIVATE BANKING

# I con Zero

*La seconda generazione*

*Blocchi logici, scoppi di bolle e domande frequenti*



# T con Zero

La seconda generazione

N.41 - NOVEMBRE 2025

## Blocchi logici, scoppi di bolle e domande frequenti

*Quando la speculazione avrà fatto del suo peggio, due più due farà ancora quattro. (Samuel Johnson)*

Dopo una fase di prolungato rialzo dei mercati azionari, che ha avuto l'insolita caratteristica di mantenersi per mesi praticamente ininterrotto, è arrivata una fase di correzione, probabilmente anche fisiologica. E, come spesso succede, con lo storno delle borse gli investitori ricominciano a porsi domande, che sono accantonate mentre i mercati salgono. Una delle più pressanti è il dubbio che possa essersi creata una bolla speculativa, magari trainata dall'intelligenza artificiale, che prima o poi potrebbe scoppiare.

*T con Zero*, che qualche mese fa aveva analizzato le performance di vari indici azionari quando si acquista ai massimi<sup>1</sup> o dopo un periodo di marcato rialzo, torna quindi ad occuparsi del tema, nel caso particolare di un investitore che acquistasse azioni al picco immediatamente precedente lo scoppio di una bolla.

### Lo scoppio della bolla speculativa del 2000 e ciò che è venuto dopo

Che sia per la coincidenza che anche negli ultimi anni sia stato il comparto tecnologico a trascinare le borse al rialzo, o per una dinamica di mercato e macroeconomica che potrebbe vedere la Fed agire in modo preventivo per ridurre il rischio di problemi per il sistema finanziario e l'economia, il precedente evocato più di frequente è quello della bolla speculativa che si è gonfiata tra la fine del 1998 e l'inizio del 2000 ed è scoppiata dopo avere raggiunto un picco il 10 marzo 2000 per il Nasdaq Composite e il 24 marzo 2000 per l'S&P 500.

I grafici che seguono mostrano la performance, dividendi inclusi e in Euro<sup>2</sup>, di un investitore che avesse acquistato gli indici in questione nel giorno del picco immediatamente precedente lo scoppio della bolla.

**Grafico 1: Euro Stoxx, total return, 2000-2025**



**Grafico 2: S&P 500, in Euro, 2000-2025**



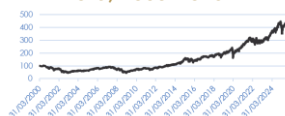
**Grafico 3: S&P 500 Equal Weight, in Euro, 2001-2025**



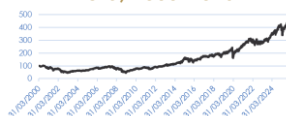
**Grafico 4: Nasdaq Composite in Euro, 2000-2025**



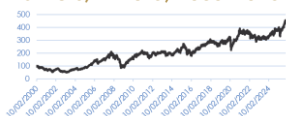
**Grafico 5: MSCI World, in Euro, 2000-2025**



**Grafico 6: MSCI All Country, in Euro, 2000-2025**



**Grafico 7: MSCI Emerging Markets, in Euro, 2000-2025**



**Grafico 8: Topix, in Euro, 2000-2025**



Come si può notare, in un'ottica di lungo periodo, anche acquistare al picco del 2000 avrebbe comunque consentito di ottenere ritorni ampiamente positivi. I grafici successivi mostrano le performance annualizzate e quante volte l'investimento iniziale si sia moltiplicato negli ultimi 25 anni circa (ai valori di venerdì 21 novembre, che quindi includono anche lo storno delle prime settimane del mese). Il messaggio generale è che rimanere investiti nel mercato azionario, anche se si è comprato al picco di una bolla speculativa conclamata, abbia permesso di ottenere performance di tutto rispetto. E questo in un quarto di secolo nel quale si sono verificati, in ordine cronologico e non esaustivo: lo scoppio della bolla tecnologica nel 2000, l'attacco alle Torri Gemelle nel 2001, una recessione, guerre in Iraq e Afghanistan, lo scoppio della bolla dei mutui subprime, la Grande Crisi Finanziaria del 2008 e la Grande Recessione (l'unica a meritare un nome proprio dopo la Grande Depressione) che ne è scaturita, la crisi dei debiti sovrani e l'assetto istituzionale dell'Eurozona in pericolo nel 2011-2012, la svalutazione a sorpresa del renminbi nel 2015, lo shock del "pilota automatico" della Fed a fine 2018, la pandemia nel 2020, guerre terrestri alle porte dell'Europa (l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia nel 2022 e il conflitto Israele-Hamas dal 2023), un inasprimento delle guerre commerciali e degli ostacoli al commercio internazionale, che non si vedeva da un secolo circa, nel 2025. Insomma, non esattamente un periodo tranquillo.

Ciò nonostante, anche entrando nel mercato in uno dei singoli giorni più sfavorevoli immaginabili nella storia, l'andamento delle borse ha realizzato le potenzialità di rendimento nel lungo periodo. L'aspetto di maggiore

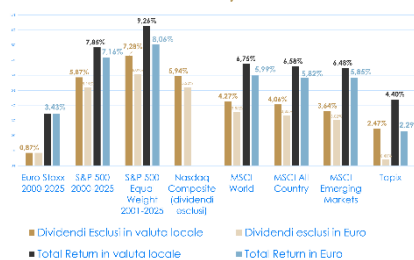
# T con Zero

La seconda generazione

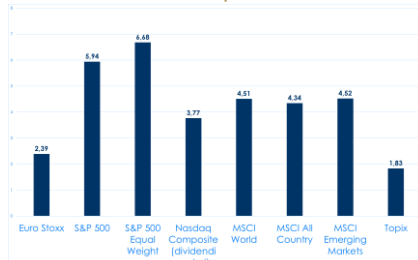
**N.41 - NOVEMBRE 2025**

differenziazione, ancor più della volatilità, riguarda quanto tempo sia servito per recuperare le discese dai massimi. Da questo punto di vista, il Nasdaq Composite, epicentro della bolla del 2000, è stato più penalizzato. Ma neppure questo elemento ha compromesso le opportunità nel lungo termine. Nel grafico 11 si illustrano i tempi di recupero dei massimi precedenti, sia in valuta locale, sia in Euro. Come si evince dalla figura, l'effetto valutario ha un impatto notevole, soprattutto per l'S&P 500, molto più reattivo di altri indici nel recupero dopo le discese da un massimo storico, in particolare nella sua versione equipesata (*S&P 500 Equal Weight*).

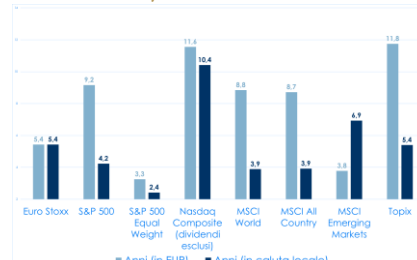
**Grafico 9: performance annue di vari indici<sup>2</sup> azionari, 2000-2025**



**Grafico 10: moltiplicatore<sup>2</sup> degli investimenti iniziali, 2000-2025**



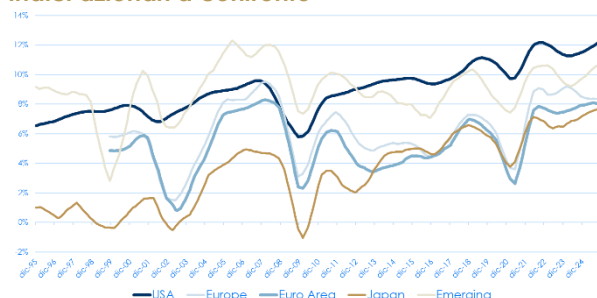
**Grafico 11: tempo di recupero dai massimi, vari indici 2000-2025**



## Informazioni che possono sorprendere e "blocchi logici" per gli investimenti

Un dato che potrebbe sorprendere alcuni lettori e osservatori di mercato è la performance dell'indice *S&P 500 Equal Weight*, nel quale ogni titolo ha lo stesso peso, senza badare alla capitalizzazione di mercato delle singole società. L'indice risulta meno concentrato e la composizione settoriale dipende dal numero di aziende presenti in ciascun comparto, non dal loro valore di mercato. L'*S&P 500 Equal Weight* fornisce un'esposizione diversa dal solito al listino statunitense e può contribuire a una maggiore differenziazione delle posizioni azionarie nei portafogli. I giganti della tecnologia attirano la maggior parte dell'attenzione, ma anche negli altri settori si trovano molte aziende di alta qualità, in grado di crescere in modo profittevole, in particolare negli Stati Uniti. Questa constatazione ci porta alla considerazione successiva: non tutti i mercati sono uguali. Esistono molti modi per classificare gli investimenti. Uno è ragionare per "blocchi logici": capire dove si trovino opportunità di crescita strutturale e dove invece l'andamento dell'attività delle aziende, e di riflesso degli indici azionari, possa essere più ciclico.

**Grafico 12: margini netti (utile netto / fatturato) di vari indici azionari a confronto<sup>3</sup>**



gli utili netti, anziché gli utili operativi, permette di tenere conto anche di strutture del capitale (i costi del debito sono inclusi nel calcolo) e fiscalità (anche le tasse sono incluse) diverse per le differenti aree geografiche. Se si accetta l'ipotesi che l'andamento degli utili aziendali sia una delle principali determinanti della performance dei mercati azionari nel lungo termine, a fronte di un'evidenza di questo genere non dovrebbe essere una sorpresa che gli USA abbiano staccato gli altri nel lungo periodo, né che la sostenibilità e la qualità dei profitti possa meritare un premio di valutazione rispetto ad altri mercati. Attenzione: ciò non significa che gli Stati Uniti siano a buon mercato, né che il premio attuale sia "corretto". Significa soltanto che, in termini relativi, margini più alti e più sostenibili e una maggiore crescita possono giustificare valutazioni sulla carta più elevate.

# I con Zero

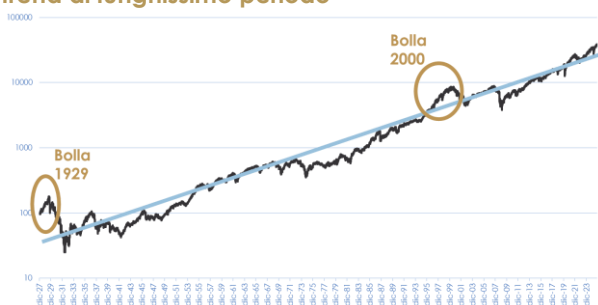
La seconda generazione

N.41 - NOVEMBRE 2025

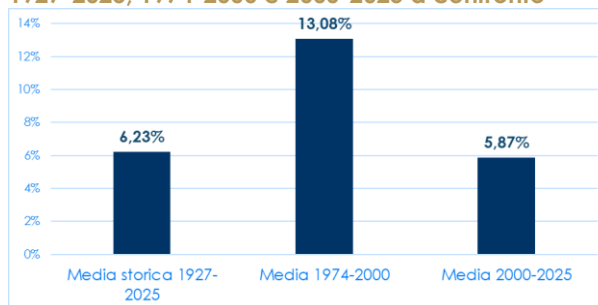
## Non è detto che mercati “cari”, sui massimi e in rialzo da lungo tempo siano necessariamente una bolla

Uno dei temi di discussione più popolari degli ultimi mesi è il rischio che i mercati azionari, in particolare negli USA, si trovino in una condizione di bolla speculativa, o quasi. È vero che, insieme ai prezzi, che hanno ripetutamente toccato nuovi massimi storici per molti indici azionari globali, anche le valutazioni si sono espanse. In alcuni casi, sembrano concedere un generoso beneficio del dubbio alle potenzialità di crescita di attività, come quelle legate all'intelligenza artificiale, che potrebbero deludere le speranze di ottenere ritorni sugli investimenti corposi e diffusi. Tuttavia, senza addentrarsi nei dettagli tecnici che possono caratterizzare una bolla speculativa (un tema su cui le divergenze di opinione abbondano), c'è un aspetto visivamente e intuitivamente semplice da cogliere. Come mostra il grafico 13, nelle due occasioni in cui una bolla speculativa chiaramente identificata a posteriori è scoppiata (1929 e 2000), l'andamento del mercato azionario nella fase precedente lo scoppio (non necessariamente di breve durata) ha mostrato una dinamica della crescita ben superiore al trend di lungo periodo. Ciò si nota chiaramente nella fase che, da fine 1998, porta allo scoppio della bolla del 2000. Nel caso del 1929, l'irripidimento della linea è visibile, ma la storia dell'S&P 500, che inizia a fine 1927, è troppo breve perché il fenomeno si noti chiaramente come nel 2000. Inoltre, il riaggiustamento dei valori dopo la Grande Depressione rende il periodo degli anni 1920 e 1930 in ogni caso molto distante dal trend di lunghissimo termine. Ad oggi, l'irripidimento del grafico delle performance manca: la salita recente dell'S&P 500 si è mantenuta ordinata e piuttosto in linea con la tendenza di lungo periodo. È possibile attraversare fasi di volatilità, correzioni profonde, e che i mercati imbocchino una traiettoria ribassista persistente (anche se per il momento non sembrerebbe essere il caso) senza la spinta di una bolla speculativa che scoppia. Quello che si può dire sulla base dei dati attualmente disponibili è che l'accelerazione disordinata nei rialzi dei corsi azionari non si sia verificata. I prezzi hanno seguito, in aggregato, un percorso di crescita ordinato: qualcosa che storicamente è stato incompatibile con l'idea di una bolla. A titolo di aneddoto, grazie al grafico 13 si può inoltre notare come gli eccessi nel mercato dei mutui *subprime* emersi patologicamente nel 2007, che hanno portato alla Grande Crisi Finanziaria del 2008, abbiano provocato un crollo del mercato azionario, ma, se si può parlare di una bolla del mercato immobiliare, a tale situazione non è corrisposta la formazione di una bolla speculativa in borsa.

**Grafico 13: S&P 500 1927-2025 (scala logaritmica) e trend di lunghissimo periodo<sup>4</sup>**



**Grafico 14: performance annualizzata dell'S&P 500 1927-2025, 1974-2000 e 2000-2025 a confronto<sup>4</sup>**



Inoltre, sempre per confrontare la situazione del mercato azionario statunitense oggi con altre circostanze storiche, il grafico 14 mostra come la performance annualizzata composta<sup>4</sup> dell'S&P 500 dal picco prima della bolla del 2000 al 21 novembre 2025 sia stato piuttosto vicino alla media di tutta la storia dal 1927. Il rendimento nei 25 anni che hanno portato allo scoppio della bolla tecnologica (da fine 1974 al 2000, il periodo è stato scelto per coprire 25 anni, in modo simmetrico al 2000-2025), che partiva da una condizione di forte calo per la crisi petrolifera di metà anni 1970, è stato più del doppio di quello medio e di quello 2000-2025.

In conclusione, come ci ricorda la citazione di apertura, lo scoppio di una bolla speculativa può provocare conseguenze negative non soltanto nei mercati finanziari, ma talvolta può riverberarsi in modo pesante anche sull'economia. Anche in questi casi, “due più due fa ancora quattro” e si è ristabilita la normalità dei mercati azionari, che nel lungo termine hanno dimostrato la capacità generare rendimenti interessanti per gli investitori, anche quando l'acquisto è avvenuto nel momento più sfavorevole: al picco che precede lo scoppio di una bolla. Oggi non sembrerebbe di ravvisare i segnali di una situazione di questo genere, ma l'indicazione di questa analisi è coerente con le altre informazioni che la storia ci fornisce su quanto è accaduto quando gli investitori sono entrati nel mercato azionario su massimi locali o dopo periodi di rialzo forte e prolungato.

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

# T con Zero

La seconda generazione

**N.41 - NOVEMBRE 2025**

## Note e riferimenti

Samuel Johnson (1709-1784), spesso citato come *Dr Johnson*, fu un poeta, critico letterario, saggista, lessicografo e biografo britannico del XVIII secolo. Nell'ambito della sua vasta produzione, oltre a saggi e biografie, è noto per la realizzazione di un dizionario completo, intitolato *Dictionary of the English Language*, che ebbe vasta influenza sulla lingua inglese moderna e fu descritto come "uno dei più grandi successi dell'erudizione".

1: Si veda *T con Zero* n. 37, *Le prospettive dall'alto*, giugno 2025.

2: Ove non diversamente specificato (ad es. nel grafico 9 o 11), le performance di tutti gli indici nei grafici sono in Euro e includono i dividendi, cioè sono *total return*. Unica eccezione, il Nasdaq Composite, la cui performance è riportata in Euro, ma non include i dividendi perché la serie storica dei dati *total return* inizia solo nel 2003: troppo tardi per le finalità di questa analisi dei 12 mesi precedenti. Date di picco prima dello scoppio della bolla dot.com: Euro Stoxx 6/3/2000, Nasdaq Composite 10/3/2000, S&P 500 24/3/2000, MSCI World e MSCI All Country 27/3/2000, MSCI Emerging Markets 10/2/2000, Topix 7/2/2000. L'S&P 500 Equal Weight è l'unico indice ad avere avuto il picco prima dello scoppio della bolla nel 2001: il 21/5/2001.

3: Il margine netto, cioè il rapporto utile netto / fatturato è calcolato dividendo il dato mensile sugli utili per azione trailing dei 12 mesi precedenti per il dato mensile sul fatturato per azione trailing dei 12 mesi precedenti, per gli indici MSCI. Il grafico mostra poi la media mobile a 12 mesi del rapporto così calcolato. Tutti i valori sono espressi in valuta locale, ma la cosa è irrilevante per il confronto dei margini in oggetto.

4: In questo caso si usano i dati storici in valuta locale (Dollari USA) e dividendi esclusi, perché la serie *price only* inizia decenni prima e consente un'analisi più accurata degli andamenti passati.

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 21 novembre 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 di Mediobanca e non le vincolano.



MEDIOBANCA  
PRIVATE BANKING