MEDIOBANCA
PRIVATE BANKING

T con Zero

La seconda generazione

Salite e discese



T con Zero
La seconda generazione

N.51 - OTTOBRE 2026

Salite e discese

Sii te stesso. Tutti gli altri sono già stati presi. (Oscar Wilde)

In questa fase incerta, in cui nei mercati azionari è ricomparsa la volatilità, mentre i titoli di Stato sono ancora prede del nervosismo degli investitori, può essere utile fare un veloce punto della situazione, in modo che gli investitori possano riflettere sulle proprie caratteristiche e preferenze, e assumere un posizionamento coerente.

Mercati azionari USA (e non solo) vicini ai massimi: i dati confermano l'importanza di rimanere investiti nel tempo.

È noto che i mercati azionari abbiano mostrato una tendenza a salire nel lungo periodo. Il modo in cui in generale salgono è interessante. Non si verifica un numero limitato di strappi al rialzo violenti e relativamente rapidi, come nel caso dell'oro, per esempio. È più facile che i rialzi siano graduali, salvo qualche accelerazione disordinata, mentre sono le discese ad essere episodiche e brevi, tranne eccezioni gravi. Che gli indici azionari passino la maggior parte della loro vita salendo non significa che si possano trascurare i singoli giorni. *T con Zero*[1] ha illustrato come la maggioranza delle singole giornate di contrattazione degli indici azionari faccia registrare performance positive. E molte delle più grandi sono capitate in fase di mercato-orso o seria correzione. Queste sono due ottime ragioni per non arrischiarsi a fare *market timing*. Al di là di questo, bisogna ricordare che le fasi di correzione dopo un picco hanno avuto una durata contenuta, nell'ottica di investitori di lungo termine. E, anche quando sono state lunghe, spesso hanno

avuto diversi cicli di rialzo e correzione al proprio interno. Il caso più eclatante è quello della Grande Depressione negli Stati Uniti. Chi sfortunatamente era investito nel settembre 1929 ha impiegato circa 25 anni per tornare ai livelli iniziali (in realtà meno grazie ai dividendi, ma queste analisi li escludono per poter usare le serie storiche più lunghe disponibili), ma, anche all'interno di quel periodo, dopo il crollo del mercato iniziale, si è verificata una sequenza di rialzi e ribassi. L'investitore che avesse acquistato l'indice S&P 500 nel periodo 1932-1933 sarebbe stato il più fortunato della storia in termini di rendimenti. Ma, eccezioni a parte, se consideriamo le correzioni del mercato di almeno il -10%, ritenendo che se l'indice perde, in assoluto, meno del 10% da un picco si tratti di movimenti fisiologici, ciò che emerge è che la durata delle fasi di discesa e recupero sia stata di circa 2 anni, o meno, anni in 21 casi su 26. E in 15 episodi, il periodo in perdita rispetto a un picco precedente è durato un anno circa, o meno. I grafici che seguono mostrano l'andamento di S&P 500, MSCI All Country, Stoxx 600 Europe e Topix. Sono grafici che si vedono spesso, anche sui social network, e trasmettono l'idea che le fasi di discesa a partire da un massimo locale dell'indice azionario (aree color oro nei grafici) siano tipicamente di durata contenuta, mentre quando il mercato riparte dopo una discesa, le fasi di rialzo (aree azzurre) siano più lunghe e più ampie dal punto di vista dimensionale.

Grafico 1: S&P 500, rialzi (tutti) e discese di almeno -10%

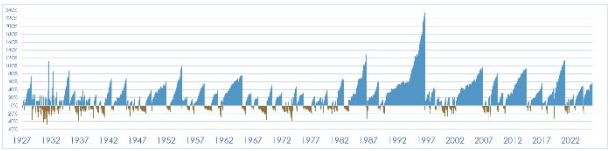


Grafico 2: MSCI All Country, rialzi (tutti) e discese di almeno -10%



Grafico 3: Stoxx 600 Europe, rialzi (tutti) e discese di almeno -10%

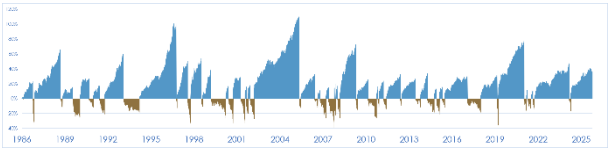
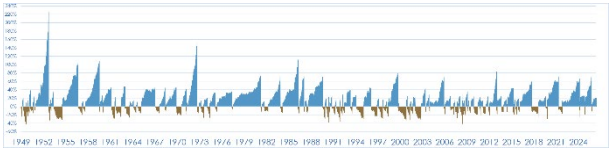


Grafico 4: Topix, rialzi (tutti) e discese di almeno -10%



Si notano fasi di maggiore frammentazione nella sequenza di rialzi e ribassi, con questi ultimi molto significativi: sono gli episodi osservati all'interno di situazioni più lunghe e complesse (la Grande Depressione negli Stati Uniti o lo scoppio della bolla a inizio 1990 in Giappone). Per ritornare ai picchi immediatamente precedenti l'evento traumatico principale, che ha originato il crollo, sono serviti molti anni: circa 25 per l'S&P 500, 35 per il Topix, ma all'interno di questi intervalli molto estesi si sono verificati numerosi cicli di rialzi e ribassi.

Esistono molti modi per guardare i movimenti di salita e discesa degli indici azionari, nell'ambito di una tendenza di lunghissimo termine che, com'è noto, è stata chiaramente rialzista. In questa analisi, *T con Zero* si concentra su movimenti di una certa rilevanza, cioè discese di -10% e oltre. Confrontando quindici tra i principali indici azionari globali (tabella 1), emerge con evidenza che, per quanto gli investitori possano dimenticarselo, e nonostante il prolungarsi dei trend rialzisti, le borse continuino ad essere volatili. Nella storia dei vari indici, in media, si è verificata una discesa oltre il -10% più o meno una volta all'anno. Solo MSCI World e MSCI All Country hanno presentato un numero minore di casi: due o due e mezzo circa, rispettivamente, in tre anni. In altre parole, quando un indice azionario tocca un massimo, è normale che poi possa ritracciare del -10% o peggio.

Tabella 1: Informazioni sui ribassi di almeno -10% da un picco e i recuperi nell'intera storia di 15 tra i principali indici azionari mondiali

Indice	Anno inizio serie	Numero episodi	Drawdown	Tempo fino al minimo (anni)	CAGR discesa	Tempo da un minimo al picco successivo (anni)	Rialzo al picco successivo	CAGR al picco successivo	Frequenza (episodi/anno)	CAGR intera storia	CAGR mediano episodi da minimo a nuovo picco / CAGR intera storia
CAC 40	1987	56	-15,79%	0,15	-71,27%	0,20	20,33%	118,60%	1,44	4,36%	27,22
DAX	1959	89	-14,69%	0,19	-64,40%	0,25	20,77%	116,22%	1,33	6,54%	17,77
Euro Stoxx	1986	44	-16,41%	0,22	-66,42%	0,49	25,87%	85,47%	1,10	4,87%	17,55
FTSE 100	1983	40	-14,40%	0,25	-53,36%	0,38	20,43%	60,22%	0,93	5,71%	10,55
MSCI All Country World	1987	31	-18,06%	0,24	-57,49%	0,44	22,81%	57,74%	0,79	6,47%	8,93
MSCI Emerging Markets	1987	53	-19,26%	0,22	-63,31%	0,33	25,06%	113,48%	1,36	7,43%	15,27
MSCI World	1971	38	-18,02%	0,22	-58,18%	0,55	25,06%	61,73%	0,69	7,21%	8,56
Nasdaq Composite	1971	73	-16,61%	0,17	-73,87%	0,32	27,61%	112,29%	1,33	10,55%	10,64
Nikkei 225	1970	75	-17,77%	0,18	-68,39%	0,29	22,92%	106,64%	1,34	5,92%	18,02
Russell 2000	1978	67	-15,43%	0,17	-66,17%	0,28	22,66%	104,37%	1,40	9,26%	11,27
S&P 500	1927	103	-16,39%	0,18	-69,77%	0,25	22,18%	89,05%	1,04	6,35%	14,02
S&P 500 Equal Weight	1989	34	-16,63%	0,17	-61,39%	0,33	28,13%	77,68%	0,92	9,12%	8,52
Shanghai Shenzhen CSI 300	2002	41	-20,23%	0,17	-68,11%	0,20	23,37%	287,60%	1,71	4,62%	62,23
Stoxx 600 Europe	1986	36	-18,13%	0,20	-68,45%	0,57	26,86%	75,50%	0,90	5,29%	14,27
Topix	1949	81	-18,67%	0,25	-62,26%	0,34	24,81%	88,38%	1,05	6,95%	12,73
Media			*-17,10%*	*0,20*	*-64,86%*	*0,35*	*23,92%*	*103,67%*	*1,15*	*6,71%*	*17,17*
Mediana			*-16,63%*	*0,19*	*-66,17%*	*0,33*	*23,37%*	*89,05%*	*1,10*	*6,47%*	*14,02*

Le zone color oro dei grafici 1-4 spesso sono poco estese in orizzontale: significa che il tempo per raggiungere un minimo è breve (per la precisione, in questa analisi si tratta di un livello dal quale sia già ripartito un movimento di recupero di almeno il +10% dai minimi). In effetti, la mediana del tempo per raggiungere un minimo da un picco è di circa due mesi e la discesa mediana è circa -16,60% (su base annualizzata corrisponderebbe a un penalizzante -66%). Da quel punto in avanti, negli episodi di correzione osservati, si riparte per raggiungere un nuovo massimo, locale o assoluto. Si è già avuto modo di osservare[2] che chi ha avuto il coraggio, la fortuna o la disciplina e la lungimiranza di acquistare sulle correzioni sia stato premiato con performance migliori di quelle di un ipotetico investitore che avesse assunto esposizione alla nascita dell'indice stesso e l'avesse mantenuta fino a oggi. La dimensione di questo premio, però, potrebbe sorprendere qualcuno: nelle fasi di recupero da un minimo al picco successivo, la performance annualizzata mediana è circa 14 volte superiore a quella dell'intera storia. Sono informazioni note. Ma è utile ricordarle, perché gli investitori tendono ad agitarsi quando i mercati raggiungono nuovi massimi. Si tratta di storie che si ripetono. E sì, come sottolineato all'inizio, è anche accaduto che vi siano stati periodi lunghi in

cui gli indici sono stati sotto i massimi precedenti. Queste fasi sono spesso state costituite da una sequenza frenetica di discese e risalite, in particolare in periodi di incertezza destabilizzante o crisi economiche profonde. Tuttavia, per un investitore paziente, neppure queste situazioni, vissute nell'ipotesi più sfavorevole possibile, cioè a partire dal picco immediatamente precedente il crollo, si sarebbero rivelate penalizzanti oltre misura. Mentre chi fosse entrato a quotazioni depresse sarebbe riuscito a beneficiare di condizioni tra le migliori immaginabili. Che si tratti di illusioni perdute su una globalizzazione iperefficiente, di un ottimismo magari esagerato sui ritorni che i principali operatori nell'arena dell'intelligenza artificiale possono conseguire, di una guerra diffusa e prolungata o di un'inflazione più difficile del previsto da addomesticare, le aziende e le economie hanno dimostrato di saper curare le ferite e recuperare una rotta di stabilizzazione e crescita, e i mercati azionari hanno mostrato la capacità di reagire e rialzare la testa. Almeno questo è ciò che un ampio campione di situazioni differenti ci riferisce oggi.

L'altra metà del cielo: il mondo obbligazionario.

Molto diverse le considerazioni da fare a proposito del mercato obbligazionario, con i titoli di Stato protagonisti in negativo dei mercati finanziari nel 2026. Lo shock del brusco rialzo dei rendimenti del 2022 ha fatto capire al mondo come le obbligazioni governative non siano prive di rischio, ma semplicemente suscettibili a rischi di natura diversa: ad esempio quelli legati all'inflazione, alla politica monetaria, alla disciplina fiscale. L'onda d'urto in quell'occasione raggiunse anche altre attività. Le azioni sono state in grado di recuperare le perdite, notevoli, in un tempo piuttosto contenuto. Le obbligazioni, in particolare governative, che invece partivano da livelli di rendimenti tra i più bassi della storia, hanno impiegato anni per recuperare, almeno in parte, le perdite, prima della scadenza. Oggi il veloce rialzo dei rendimenti, che ha origini solo in parte analoghe, è cominciato da livelli molto superiori. È una grande differenza rispetto al 2022. Ora che i

rendimenti sono diventati decisamente più corposi, le considerazioni principali sono quattro. La prima è che emissioni societarie di elevata qualità, magari di settori difensivi, possano risultare un investimento esposto a meno fonti di rischio rispetto ai governativi, sui quali le attuali tensioni principali, economiche e geopolitiche, si scaricano direttamente. La seconda è che i livelli di spread, molto compressi in prospettiva storica e che possono trovare una giustificazione nei solidi fondamentali delle aziende, fanno sì che l'andamento delle obbligazioni societarie sia di fatto guidato da quello dei rendimenti dei titoli di Stato, più che dalla qualità del credito. Ciò limita la diversificazione tra le due tipologie di obbligazioni e, proprio in ragione degli spread compressi, può sollecitare una rotazione dai titoli societari verso i governativi, che potrebbero anche contribuire a difendere il portafoglio in caso di imprevisto deterioramento dello scenario di crescita economica (per quanto l'eventualità non appaia particolarmente probabile oggi). La terza considerazione riguarda la potenza e l'estensione del movimento delle obbligazioni governative, le cui quotazioni oggi potrebbero già incorporare, in buona parte, possibili evoluzioni sfavorevoli della politica monetaria e del contesto macroeconomico nel breve-medio periodo. Magari non le peggiori possibili, ma sfavorevoli. La quarta considerazione è che il massiccio spostamento verso l'alto dei rendimenti obbligazionari governativi di mercato li ha riportati nella parte alta, o addirittura oltre il limite superiore, degli intervalli di oscillazione degli ultimi trimestri. Tuttavia, se si analizza il comportamento dei rendimenti governativi su orizzonti temporali più estesi, ad esempio gli ultimi quarant'anni, in modo da escludere di proposito i livelli molto alti raggiunti durante l'episodio di grave inflazione degli anni 1970-inizio 1980, oggi i rendimenti si collocano intorno alla media storica, o poco al di sopra di essa, per mercati importanti, tra cui USA e Germania. Non sembrerebbe dunque di ravvisare ragioni valide per escludere che il movimento rialzista dei rendimenti, sia pure con qualche interruzione, possa proseguire. Anzi, considerando che i mercati finanziari spesso si muovono con

eccessi, è concepibile che il rialzo possa proseguire anche oltre la misura che i fondamentali macroeconomici e il contesto geopolitico potrebbero giustificare. In quest'ottica, le curve dei rendimenti, piuttosto piatte nel tratto 2-10 anni, di Germania, Stati Uniti e del credito societario di alta qualità non sembrerebbero fornire agli investitori incentivi rilevanti per assumersi un maggiore rischio di *duration*, legato a possibili ulteriori rialzi dei rendimenti obbligazionari di mercato, rispetto a un posizionamento su scadenze più vicine, come 2-3 anni. Diverso è il caso di paesi le cui curve dei rendimenti a scadenza si presentano più ripide, come l'Italia e la Francia, dove il premio di rendimento per la scadenza decennale rispetto ai due anni supera il punto percentuale, rispetto ai 30 punti base di Stati Uniti e Germania. I rendimenti decennali transalpini sono saliti visibilmente sopra la media storica, ma l'investitore deve essere disponibile a sopportare il rischio di indisciplina fiscale legata, oltre che a fattori demografici e macroeconomici, anche ai cicli politici e alla pressione che alcune situazioni di disagio socioeconomico creano.

Grafico 5: Rendimenti USA 10 anni



Grafico 6: Rendimenti Francia 10 anni

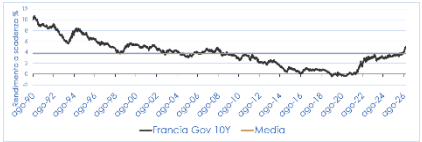
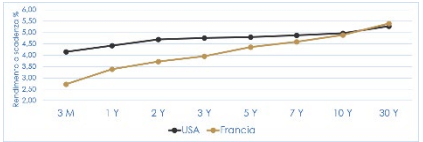


Grafico 7: Curve rendimenti USA/Francia



Qui le valutazioni riguardano anche lo stato di salute della finanza pubblica e la qualità dei governi debitori, e possono essere soggettive. Va menzionato che, al momento della stesura di questa nota, i livelli assoluti dei rendimenti a scadenza hanno creato asimmetrie significative potenzialmente a favore dell'investitore nel profilo rendimento/rischio durante la vita utile di un titolo. In altre parole, se, per esempio, i rendimenti di mercato di un titolo di Stato decennale dovessero

scendere, nel primo anno, ad esempio dell'1%, la performance complessiva (positiva) per il detentore di tale titolo potrebbe essere tra il doppio e il triplo del valore assoluto della perdita in cui l'investitore incorrerebbe se i rendimenti di mercato salissero in pari misura.

La sintesi è che il tempo nel mercato azionario vale molto. Per le obbligazioni (governative) è più soggettivo.

Il momento di grande incertezza vede investitori azionari che sembrano essersi fatti più titubanti con alcuni indici non distanti dai massimi storici, e sembrerebbe poter confermare le lezioni del passato, cioè che il tempo nel mercato valga più del tentativo di entrare e uscire opportunisticamente dalla borsa. I movimenti disordinati dei governativi rendono le scelte più soggettive. Il rialzo dei rendimenti è stato massiccio, ma ha riportato i livelli in prossimità delle medie storiche, o non molto al di sopra. Non si può escludere che la dinamica ascendente possa proseguire, anche se il profilo rendimento/rischio ora, per le obbligazioni a scadenza lunga (ad esempio 10 anni) sia diventato asimmetrico a favore dell'investitore e può contribuire a difendere un portafoglio diversificato dal rischio di un deterioramento inatteso dello scenario di crescita.

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

Note e riferimenti

1: *T con Zero* n. 38, luglio 2025, *Orizzonti temporali di un giorno e mercati finanziari*.

2: SI può fare riferimento innanzitutto a *T con Zero* n. 35, aprile 2025, *Circospezione, contrarietà e opportunismo*. Quindi a *T con Zero* n. 34, marzo 2025, *Evoluzione e scoperta*.

Le elaborazioni di tutti i grafici sono di *Mediobanca Private Banking*, dell'autore e del team di *Investment Strategy* su dati Bloomberg e di altre fonti rilevanti. I dati raccolti vanno dall'inizio della disponibilità delle serie storiche al 20 (grafici 1-4 e tabella 1), 22 (grafico 7) o 26 ottobre 2026 (grafici 5 e 6).

Perchè 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