

Autore



Robert M. Almeida
Portfolio Manager e
Global Investment Strategist

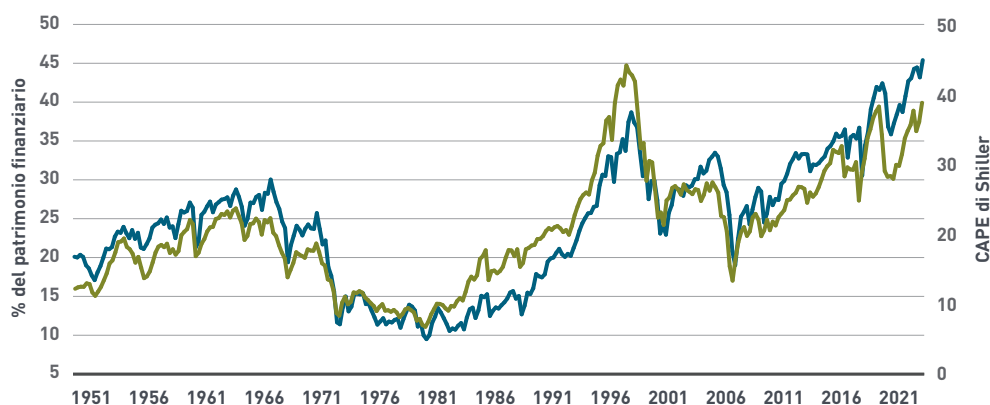
In breve

- Gli investitori non professionali spesso tendono a comprare sui massimi e vendere sui minimi, sotto la spinta di una programmazione biologica che induce a ricercare il piacere (investire in asset dalle ottime performance) e ad evitare il dolore (vendere asset dalle deboli performance).
- Le elevate allocazioni azionarie delle famiglie suggeriscono che in futuro i mercati azionari potrebbero offrire rendimenti deludenti.
- Praticando l'"arbitraggio intertemporale", gli investitori professionali fanno leva sulla formazione e la disciplina per contrastare i comportamenti dettati dall'emotività e dalle inclinazioni biologiche.

Al centro dei mercati finanziari si trova un paradosso comportamentale che, in apparenza, sembra controintuitivo: gli investitori non professionali tendono ad acquistare i titoli quando sono costosi (ossia quando i rendimenti passati sono elevati) e a venderli quando sono convenienti, dopo che i rendimenti passati sono diventati negativi. Questa dinamica è illustrata nella Figura 1.

Figura 1: Le famiglie tendono a seguire il momentum

■ Azioni societarie detenute direttamente e indirettamente da famiglie e organizzazioni non profit in % del patrimonio finanziario (SX)
■ CAPE di Shiller dell'S&P 500 (DX)



Fonte: dati su Azioni societarie detenute direttamente e indirettamente da famiglie e organizzazioni non profit in % del patrimonio finanziario a cura del Board of Governors of the Federal Reserve System (US), reperiti da Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED) il 14 ottobre 2025. CAPE di Shiller dell'S&P 500 reperito da FactSet, Robert Shiller, Yale University Department of Economics. Il CAPE di Shiller per gli Stati Uniti è il rapporto price/earnings calcolato sulla base degli utili medi corretti per l'inflazione dei 10 anni precedenti. Dati trimestrali dal 31 dicembre 1951 al 30 giugno 2025 (Azioni societarie detenute direttamente e indirettamente da famiglie e organizzazioni non profit in % del patrimonio finanziario) e al 30 settembre 2025 (CAPE di Shiller dell'S&P 500).

Tale tendenza a comprare sui massimi e vendere sui minimi, benché apparentemente illogica, diventa perfettamente comprensibile se osservata attraverso la lente della natura umana e della nostra programmazione biologica.



La biologia dei cicli di mercato

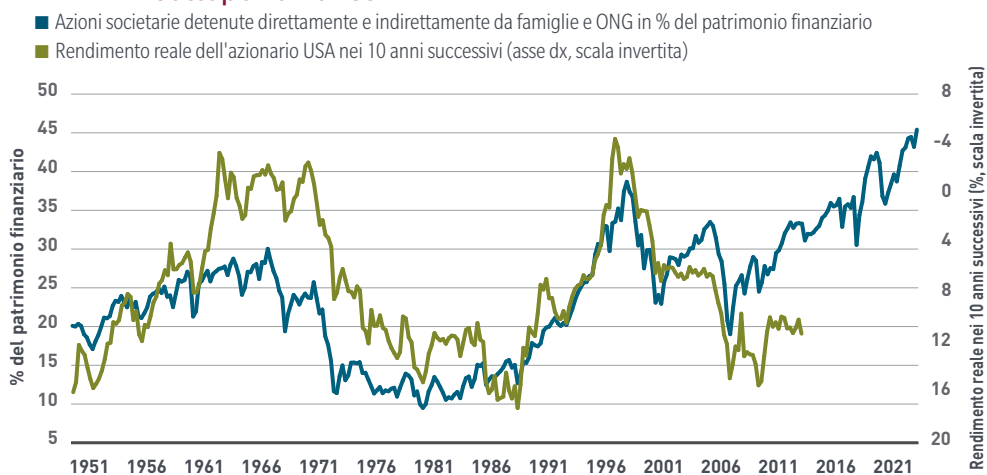
Tutte le specie sono geneticamente programmate con un sistema di gratificazione finalizzato alla sopravvivenza e alla procreazione. Il nostro cervello è predisposto a cercare il piacere e ad evitare il dolore. Ad esempio, una fragola matura è appetitosa e suscita una risposta chimica positiva, come un rilascio di dopamina, che ci spinge a desiderarne e a mangiarne altre. All'opposto, ciò che è nocivo per noi tende a suscitare disgusto e repulsione.

Questa stessa programmazione biologica determina il ciclo del capitale nei mercati finanziari. Quando un'economia, un settore o una specifica attività finanziaria produce rendimenti molto elevati, l'investimento è appetibile e innesca un potente impulso dopaminergico a investire altro capitale. I rendimenti negativi, invece, scatenano una risposta di avversione e una conseguente fuga di capitali. Si crea così un ciclo auto-rinforzante di sovrainvestimenti in aree ad alto rendimento e di sottoinvestimenti in aree a basso rendimento, che in definitiva sfocia nelle fasi di espansione e contrazione che caratterizzano la storia dell'economia e dei mercati.

Quando il passato è prologo

Le elevate allocazioni azionarie delle famiglie (Figura 2) suggeriscono che nel prossimo decennio i rendimenti del mercato azionario potrebbero essere molto diversi da quelli passati.

Figura 2: Il sovrainvestimento è storicamente sfociato in una sottoperformance



Fonte: dati su Azioni societarie detenute direttamente e indirettamente da famiglie e organizzazioni non profit in % del patrimonio finanziario a cura del Board of Governors of the Federal Reserve System (US), reperiti da Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED) il 14 ottobre 2025. Rendimento reale dell'azionario USA nei 10 anni successivi reperito da Morningstar. Azionario USA rappresentato da Ibbotson Associates Large Cap Stock (proxy dell'S&P 500). I rendimenti reali sono calcolati deflazionando il livello dell'indice mediante il Consumer Price Index statunitense. I rendimenti reali a 10 anni sono calcolati sulla base di dati mensili, ma visualizzati su base trimestrale. Rendimenti annualizzati, al lordo e in USD. Dati trimestrali dal 31 dicembre 1951 al 30 giugno 2025.

Per analizzare i rendimenti futuri può essere particolarmente utile considerare il ciclo del capitale. Se il capitale allocato in un progetto è insufficiente o eccessivo rispetto all'utilità attesa di quest'ultimo, si produce una distorsione nei rendimenti. Quando i nuovi dati smentiscono le passate ipotesi sui rendimenti, si genera volatilità nei prezzi delle attività finanziarie.



Anche se la recente stagione degli utili negli Stati Uniti ha rivelato la presenza di solidi profitti, riteniamo che le aspettative fossero generalmente riflesse nei corsi azionari, considerando il livello delle valutazioni. Al tempo stesso sono emerse perdite su crediti; molte imprese orientate ai consumi hanno citato problemi di accessibilità economica, mentre le aziende minacciate dall'IA, come le società di software con modelli di licenza basati sul numero di utenti, hanno mostrato una certa debolezza. Tuttavia, al di là dei risultati trimestrali, continuano a preoccuparci le valutazioni troppo onerose, la sostenibilità degli alti margini di profitto a fronte di un possibile aumento dei tassi di interesse e la ripresa degli investimenti finalizzati a difendere vantaggi competitivi di vecchia data dai concorrenti che fanno leva sull'IA.

Riteniamo che la prospettiva di un contesto operativo più impegnativo per le imprese, sommata alle elevate valutazioni attuali e alla probabilità di un calo dei rendimenti con la flessione del ciclo del capitale, evidenzia l'importanza di una rigorosa selezione dei titoli. Questo approccio consiste nell'evitare le imprese con un crescente rischio di obsolescenza, privilegiando quelle in grado di utilizzare vantaggiosamente le nuove tecnologie in modo da sostenere i rendimenti.

Abilità contro biologia

L'investitore professionale non è necessariamente più intelligente o dotato di strumenti migliori. Il suo vantaggio risiede nella formazione e nella disciplina con cui si oppone a oltre quattro miliardi di anni di evoluzione. A chi investe per professione viene insegnato a puntare su ciò che è poco appetibile, ossia gli asset sottovalutati con rendimenti recenti negativi, e ad evitare ciò che sembra molto appetibile, ossia gli asset sopravvalutati con elevati rendimenti passati. Ad MFS utilizziamo l'espressione "arbitraggio intertemporale" per indicare un approccio disciplinato volto a trarre vantaggio dai comportamenti altrui, dettati dall'emozione e orientati al breve periodo, per ottenere guadagni sul lungo termine. ▲

Le opinioni espresse sono quelle del o degli autori e sono soggette a modifica in qualsiasi momento. Tali opinioni sono fornite a mero scopo informativo e non devono essere considerate una raccomandazione sulla quale basare l'acquisto di titoli né una sollecitazione o una consulenza d'investimento. Non vi è alcuna garanzia che le previsioni si avverino. I rendimenti passati non sono una garanzia dei risultati futuri.

INFORMATIVA GLOBALE

Salvo laddove diversamente indicato, i loghi e i nomi di prodotti e servizi sono marchi commerciali di MFS® e delle sue collegate e possono essere registrati in alcuni paesi.

Distribuito da: **Stati Uniti** - MFS Investment Management; **America latina** - MFS International Ltd.

Si noti che in Europa e nella regione Asia-Pacifico, il presente documento può essere distribuito solo a professionisti dell'investimento e clienti istituzionali. In Canada il presente documento può essere distribuito solo a clienti istituzionali. In Qatar questo documento è destinato esclusivamente a investitori sofisticati e a persone con un patrimonio netto elevato.

Nota per i lettori del Canada: pubblicato in Canada da MFS Investment Management Canada Limited. **Nota per i lettori di Regno Unito e Svizzera:** pubblicato nel Regno Unito e in Svizzera da MFS International (U.K.) Limited ("MIL UK"), una private limited company (società a responsabilità limitata) registrata in Inghilterra e Galles con numero 03062718, e autorizzata e soggetta alla vigilanza della Financial Conduct Authority britannica, che sorveglia sulla conduzione delle sue attività di investimento. MIL UK, una controllata indiretta di MFS®, con sede legale in One Carter Lane, Londra, EC4V 5ER. **Nota per i lettori europei (esclusi quelli di Regno Unito e Svizzera):** pubblicato in Europa da MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux) – autorizzata ai sensi del diritto lussemburghese come società di gestione di Fondi con sede in Lussemburgo. La società fornisce prodotti e servizi di investimento agli investitori istituzionali e ha sede legale come S.à r.l. al 4 Rue Albert Borschette, Lussemburgo L-1246. Tel.: 352 2826 12800. Questo materiale non deve essere diffuso o distribuito a persone diverse dagli investitori professionali (nei termini consentiti dalla normativa locale) e non deve essere utilizzato o distribuito in nessun caso, laddove tale utilizzo o distribuzione contravvenga alla normativa locale; **Singapore** - MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australia/Nuova Zelanda** - MFS International Australia Pty Ltd ("MFS Australia") (ABN 68 607 579 537) è registrata con numero di licenza per servizi finanziari 485343. MFS Australia è soggetta alla vigilanza della Securities and Investments Commission australiana; **Hong Kong** - MFS International (Hong Kong) Limited ("MIL HK"), una private limited company (società a responsabilità limitata) autorizzata e soggetta alla vigilanza della Hong Kong Securities and Futures Commission (la "SFC"). MIL HK è autorizzata a negoziare in titoli e a svolgere attività di gestione patrimoniale, oltre che a fornire taluni servizi di investimento a "investitori professionali", come definiti nella Securities and Futures Ordinance ("SFO").

Per gli investitori professionali in Cina - MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, Cina, una società a responsabilità limitata cinese registrata per fornire servizi di consulenza in materia di gestione finanziaria; **Giappone** - MFS Investment Management K.K., è iscritta come società di gestione di strumenti finanziari (Financial Instruments Business Operator) presso Kanto Local Finance Bureau (FIBO) con numero 312, fa parte dell'Investment Trust Association giapponese e della Japan Investment Advisers Association. Dato che le spese a carico degli investitori variano in base a diversi fattori, come la tipologia di prodotti e servizi, il periodo di investimento e le condizioni di mercato, non è possibile indicarne in anticipo l'importo totale né i metodi di calcolo. Tutti gli investimenti comportano dei rischi, incluso quello di fluttuazione dei mercati, ed è possibile che gli investitori perdano il capitale investito. Gli investitori devono ottenere e leggere attentamente il prospetto informativo e/o il documento previsto dall'Articolo 37-3 del Financial Instruments and Exchange Act prima di sottoscrivere l'investimento; **Per i lettori in Arabia Saudita, Kuwait, Oman ed Emirati Arabi Uniti (esclusi DIFC e ADGM). In Qatar questo documento è destinato esclusivamente a investitori sofisticati e a persone con un patrimonio netto elevato. In Bahrein questo documento è destinato esclusivamente a istituzioni sofisticate: Le informazioni contenute nel presente documento sono destinate esclusivamente agli investitori professionali.** Le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono e non devono essere interpretate come un'offerta, un invito o una proposta di offerta, una raccomandazione a presentare una richiesta, ovvero un parere o un'indicazione su un prodotto, un servizio e/o una strategia finanziaria. Sebbene sia stata posta la massima attenzione nell'assicurare l'accuratezza delle informazioni contenute nel presente documento, non ci si assume alcuna responsabilità per eventuali errori, sbagli o omissioni o per qualsiasi azione intrapresa facendo affidamento su di esse. È possibile riprodurre, diffondere e utilizzare questo documento (o parte di esso) solo con il consenso di MFS International U.K. Ltd ("MIL UK"). Le informazioni contenute in questo documento hanno scopo puramente informativo. Il presente documento non è destinato alla distribuzione al pubblico, che non vi deve fare affidamento. Le informazioni contenute nel presente documento possono includere dichiarazioni che non sono di natura puramente storica, ma che costituiscono invece "dichiarazioni previsionali". Queste includono, tra l'altro, proiezioni, previsioni o stime di reddito. Queste dichiarazioni previsionali si basano su determinate ipotesi, alcune delle quali sono descritte in altri documenti o materiali pertinenti. Se non dovete comprendere il contenuto del presente documento, vi consigliamo di rivolgervi a un consulente finanziario autorizzato. Si prega di notare che qualsiasi materiale inviato dall'emittente (MIL UK) è stato inviato elettronicamente dall'estero. **Sudafrica** - Il presente documento e le informazioni in esso contenute non sono da intendersi e non costituiscono un'offerta pubblica di titoli in Sudafrica e di conseguenza non devono essere interpretati come tali. Il presente documento non è destinato alla diffusione al pubblico in Sudafrica. Il presente documento non è stato approvato dalla Financial Sector Conduct Authority e neanche MFS International (U.K.) Limited né i suoi fondi sono registrati per la vendita al pubblico in Sudafrica.