



MEDIOBANCA
PRIVATE BANKING

I con Zero

La seconda generazione

La troppa razionalità, le code grasse e i mercati



T con Zero

La seconda generazione

N.45 - MARZO 2026

La troppa razionalità, le code grasse e i mercati

Se ogni cosa sulla Terra fosse razionale, non accadrebbe nulla. (Fëdor Dostoevskij, *I demoni*, 1872)

La frase, pronunciata nel romanzo dall'ingegnere Kirillov¹, offre il pretesto per entrare subito in argomento. Il 2026 è ancora turbolento dal punto di vista geopolitico. Ha presentato mercati più vivaci, al rialzo e al ribasso, rispetto a quando procedevano, meno perturbati, lungo una traiettoria ascendente. È anche un anno che dovrebbe consolidare alcune consapevolezze negli investitori, sulla base degli avvenimenti anche solo dal 2022 in avanti.

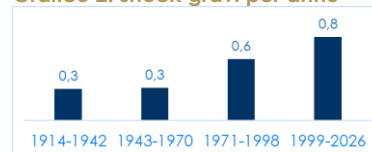
Il mondo sta cambiando, o forse è già cambiato, tra conflitti permanenti ed eventi improbabili ad alta frequenza.

Bisogna prendere atto che il mondo sta cambiando, anzi, che forse sia già cambiato. Non si tratta di abbozzare alle quattro famigerate parole *questa volta è diverso*, che sono davvero molto pericolose in finanza, quanto di riconoscere che i dati e l'osservazione della realtà, degli eventi degli ultimi anni, puntano in due direzioni chiare. La prima è che lo stato naturale del mondo – almeno dalla prospettiva in questo senso privilegiata degli Occidentali – non sia più di pace, ma di conflitto permanente. Le tensioni geopolitiche, le forti diseguaglianze e le divergenze di valori, internazionali e interne ai singoli Paesi, hanno portato a uno scenario in cui contrasti, divisioni, contrapposizioni sociali e, in varie aree, le guerre vere e proprie siano il contesto in cui le persone sono immerse. La ricerca dell'armonia e della non belligeranza attraverso le istituzioni ampie e sovranazionali e le unioni internazionali dopo la seconda guerra mondiale ha ceduto il posto al nazionalismo, alle forze centrifughe, al particolarismo. La retorica muscolare dell'uso della forza è tornata in auge e il risultato si vede. Non si sta esprimendo un giudizio di merito: si registra un dato di fatto. Inoltre il conflitto permanente ha raggiunto zone nevralgiche del pianeta per quanto riguarda la produzione e la distribuzione di materie prime, energetiche e non solo, e i traffici di beni e servizi cruciali. Quest'ultimo aspetto non è un dettaglio: oltre al fatto che un mondo in tensione sia percepito come più incerto, e quindi gli investitori possano esigere premi per il rischio più elevati, avere rischi di riduzione dell'offerta può portare a minore crescita e, soprattutto, a una condizione o percezione permanente di maggiore inflazione. Che, se si radicasse, rappresenterebbe un netto cambiamento rispetto ai primi vent'anni del nuovo secolo, caratterizzati da inflazione molto bassa, o addirittura da deflazione.

Grafico 1: principali shock economici e geopolitici² nel mondo, 1914-2026



Grafico 2: shock gravi per anno³



La seconda direzione porta a "code grasse" delle distribuzioni di probabilità ancora più grasse del previsto. In altri termini, gli eventi che dovrebbero essere estremi e meno probabili non solo sono più frequenti di quanto una distribuzione gaussiana⁴ suggerirebbe (le code della distribuzione sono meno sottili di quanto la statistica prescriverebbe: il fenomeno colloquialmente noto come "code grasse"), ma possono arrivare a verificarsi con frequenze in assoluto piuttosto elevate e crescenti, per accadimenti gravi che si presupporrebbero rari. Alcuni, dalle conseguenze più serie, sono noti come i "cigni neri", resi popolari da N. N. Taleb con il suo libro⁵ del 2007. I grafici 1 e 2 mostrano proprio questo. Dal 2000 abbiamo avuto: lo scoppio di una bolla speculativa, altri eccessi (fino al 2007) che hanno portato alla Grande Crisi Finanziaria globale e a una recessione tanto profonda da meritare un nome proprio (la Grande Recessione), una crisi del debito sovrano diffusa tra molti Paesi avanzati e una crisi dell'architettura istituzionale dell'Eurozona, l'ascesa dei populismi e l'abbandono dell'Unione Europea da parte della Gran Bretagna, con la Brexit. E ancora: una pandemia, una guerra terrestre alle porte dell'Europa, con la necessità di vari Paesi europei di cercare fornitori di energia diversi e di pensare a proteggersi militarmente anche senza contare troppo sull'appoggio degli USA. Poi un'altra guerra che ha coinvolto Israele e il resto del Medio Oriente, l'alterazione del paradigma del libero scambio da parte degli Stati Uniti, le tensioni crescenti all'interno della NATO, alimentate da vari fattori, il più importante dei quali è stato la dichiarazione degli USA di essere interessati ad annessare la Groenlandia. Da ultimo un altro conflitto armato in Medio Oriente, con gli USA

T con Zero

La seconda generazione

N.45 - MARZO 2026

e Israele che hanno attaccato l'Iran, e i nuovi rischi per la disponibilità delle materie prime energetiche e per alcune rotte-chiave del commercio globale. Una serie di eventi, ognuno di portata notevole, che si sono susseguiti in una catena dagli anelli sempre più ravvicinati. Gli investitori devono abituarsi all'idea di gestire situazioni problematiche potenzialmente gravi in rapida successione.

Una popolazione di investitori poco perturbabili e un 2026 che potrebbe presentare tratti simili al 2025 e al 2022.

Da questo punto di vista, i mercati si sono dimostrati ineccepibili. Gli investitori si sono adattati all'idea di dover convivere con shock potenzialmente gravi di varia natura talmente bene che non pochi osservatori e operatori dei mercati, anche di meritata fama, si sono domandati ripetutamente se non si possa parlare di incoscienza (il sostanziale sinonimo edulcorato è "compiacenza") rispetto ai rischi che si concretizzano. Anche gli eventi più traumatici e con un impatto più duro sono stati riassorbiti dai mercati finanziari in breve tempo.

In parte ciò può avere una spiegazione semplice: l'economia globale oggi dipende molto meno da un singolo fattore o fornitore, ad esempio il petrolio mediorientale, rispetto agli anni 1970, quando uno shock petrolifero a seguito di un conflitto in Medio Oriente scatenò recessione, inflazione e gravi problemi globali. E la politica economica è diventata più reattiva agli eventi esogeni che avrebbero la possibilità di provocare, anche in breve tempo, conseguenze sistemiche durature: un grande miglioramento nella capacità di mitigare i rischi.

Non bisogna poi dimenticare che le condizioni dell'economia prima dello scoppio della guerra in Iran il 28 febbraio erano tendenzialmente favorevoli alle attività rischiose, con crescita positiva e inflazione ridimensionata dai picchi. Inoltre, dal lato delle aziende, le stagioni dei risultati sono state molto forti, soprattutto negli Stati Uniti, da numerosi trimestri a questa parte.

Grafico 3: andamento panieri⁶ azionari 2022, 2025 e 2026, da inizio anno

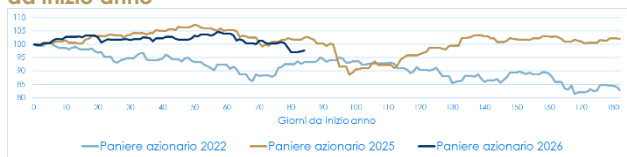


Grafico 4: andamento panieri⁶ obbligazionari 2022, 2025 e 2026, da inizio anno

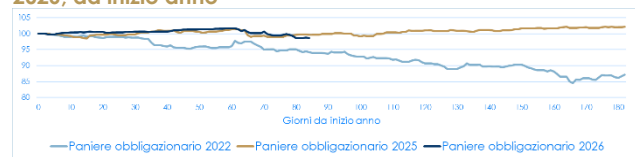
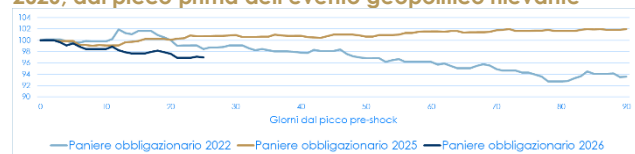


Grafico 5: andamento panieri⁶ azionari 2022, 2025 e 2026, dal picco prima dell'evento geopolitico rilevante



Grafico 6: andamento panieri⁶ obbligazionari 2022, 2025 e 2026, dal picco prima dell'evento geopolitico rilevante



D'altra parte, è giusto considerare la natura dei rischi principali di oggi. Il conflitto in Iran non tocca solo uno dei maggiori produttori di petrolio. Ha anche il potenziale di interrompere o rallentare, in luoghi critici, le catene di fornitura, approvvigionamento e distribuzione globale di vari beni e servizi. Quindi c'è un primo effetto, che si è già manifestato, sui prezzi, ad esempio del petrolio e del gas naturale. Poi si potrebbe creare un effetto-scarso (un caso limite in tempi recenti si è avuto nel 2020, con lo scoppio della pandemia di COVID-19), che, per il momento, non si sta verificando, o almeno non in misura sensibile. Il primo effetto può influire direttamente sull'inflazione e indirettamente sulla crescita. Il secondo direttamente sulla crescita, mentre sull'inflazione in maniera indiretta. Questa situazione presenta un certo numero di analogie con quella del 2022, quando la Russia ha invaso l'Ucraina. Poi bisogna considerare il tema delle decisioni (geo)politiche. La gestione dell'attacco all'Iran, il modo in cui è stato presentato politicamente da Stati Uniti e Israele, alcuni potenziali risvolti nei rapporti internazionali e nella gestione delle comunicazioni e delle relazioni diplomatiche, nel breve e nel medio termine, possono ricordare lo shock che l'introduzione dei dazi reciproci nel 2025 da parte dell'Amministrazione USA ha provocato nei mercati finanziari. E anche il seguito ricorda le vicende del 2022 e del 2025 - con strascichi negoziali e aperture, vere o pretestuose, di canali di comunicazione, che permettano a una parte (ultimamente gli Stati Uniti) di dichiarare "chiuso" e "risolto" le questioni, commerciali o belliche, salvo mantenere la facoltà di riaprire arbitrariamente le trattative e modificare le condizioni degli accordi sui dazi, o vedere conflitti armati che proseguono per mesi o anni dopo che le missioni dovrebbero essere state "compiute". Tutte ragioni per le quali si ritiene utile osservare come due panieri⁶ di indici, azionari e obbligazionari, che forniscano un portafoglio diversificato, si siano comportati nel 2022, 2025 e 2026, da inizio anno (grafici 3 e 4) e dal picco immediatamente precedente la data degli shock, che varia a seconda dell'evento e della tipologia di attività finanziaria (grafici 5 e 6). Come si può notare, nel 2026, dal picco immediatamente precedente lo shock i panieri si sono mossi

T con Zero

La seconda generazione

N.45 - MARZO 2026

abbastanza in linea con le esperienze di 2022 e 2025, anzi, per quanto riguarda i mercati obbligazionari anche peggio. Da inizio anno, invece, l'andamento del 2026 è più simile a quello del 2025 che al 2022. Entrambe le coppie di grafici, comunque, suggeriscono che sia possibile attraversare altre fasi di volatilità molto pronunciata.

La razionalità può essere una guida fallace: in molti casi è meglio il pragmatismo.

Oltre al tema delle "code grasse" c'è un'altra considerazione che gli ultimi anni impongono. Bisogna evitare di pensare che chi deve prendere decisioni, anche quelle dalle conseguenze più serie, sia razionale (per essere chiari: razionale secondo il punto di vista di chi osserva o nell'accezione che in economia si dà al termine?). A inizio 2022, in molti consideravano "razionale" per Putin non invadere l'Ucraina e "irrazionale" rischiare di mettersi contro una larga parte del mondo, non solo occidentale. Tale consenso è rimasto intatto anche in tutti i lunghi mesi nei quali la Russia, dopo avere accumulato, con il pretesto di esercitazioni militari, truppe e armamenti in Bielorussia, tra ottobre 2021 e febbraio 2022, ha schierato mezzi e militari in bella evidenza lungo il confine con l'Ucraina e in Crimea. Si può dire tutto dell'invasione russa dell'Ucraina, tranne che fosse "impensabile". La si poteva considerare irrazionale. O altamente improbabile, anche il 23 febbraio. Ma il 24 febbraio 2022 non si poteva dire che si trattasse di un evento *imprevedibile*. Che è stato invece il tipico commento dei "razionalisti", espresso sotto forma di domanda: "chi avrebbe mai immaginato che sarebbe successo?" Risposta: forse chi ha pensato che, se si schierano sotto gli occhi del mondo i carri armati al confine con il Paese vicino, le probabilità di volerlo davvero invadere siano (molto) maggiori di zero. La razionalità non è un concetto univoco, uguale per tutti. La razionalità delle scelte va valutata dalla prospettiva di chi prende le decisioni, non di chi le osserva.

Questo non significa che ci si debba abbandonare con fatalismo agli eventi, o seguire le oscillazioni dei mercati finanziari passivamente. Al contrario, bisogna prepararsi ancora più ad ampio spettro alle possibili situazioni. Avere strategie solide, con argomentazioni robuste alle spalle, una logica e una coerenza interna più sviluppate possibile. Tanto più quanto più incerto e mutevole è il contesto in cui si agisce. Nel mondo di oggi, adottare strategie solide può significare diversificare bene i portafogli strategici, per limitare l'esposizione di singoli rischi specifici. Ad esempio, può significare avere una presenza rilevante, già esistente o da accumulare in modo

Grafico 7: andamento di un portafoglio rappresentativo composto al 65% dal paniere obbligazionario e al 35% dal paniere azionario, da inizio 2022 al 2026



graduale e disciplinato nel tempo, alle azioni. L'*asset class* azionaria, infatti, è stata ed è potenzialmente in grado di recuperare in fretta dagli shock, se questi ultimi possono essere assorbiti in tempi ragionevoli senza conseguenze serie dal punto di vista economico-finanziario, come è stato il caso del 2022 e 2025. Inoltre, se, come si ventilava all'inizio, il mondo di domani fosse più inflattivo di quello di ieri (con l'eccezione della parentesi metà 2021 - 2023), le azioni, in particolare di società in grado di imporre ai

clienti prezzi più alti quando i costi aumentano, sono tra le attività finanziarie in grado di adattarsi meglio alla presenza di inflazione, rendendo il portafoglio più solido. Le borse sono volatili, ma, anche in caso di discese, si può attuare una strategia di accumulazione e costruzione delle posizioni graduale e disciplinata, che può aiutare a contenere le reazioni emotive. Il mondo obbligazionario, nella grande maggioranza dei casi, genera un reddito fisso e risulta invece tendenzialmente più vulnerabile al rischio di inflazione (e alle reazioni di politica monetaria più restrittiva che di solito seguono). La componente azionaria può poi trovare un utile complemento nell'aggiunta ai portafogli delle materie prime, in particolare l'oro. Inserire materie prime (fisiche se possibile) in portafoglio, a scopo di diversificazione e parziale mitigazione di alcuni rischi a cui possono esporre le posizioni azionarie, può quindi apparire sensato nel lungo periodo. Specialmente se vi siano ragioni per aspettarsi un contesto generale più inflattivo, storicamente meno favorevole alla componente obbligazionaria, tipicamente la prima scelta per diversificare le posizioni azionarie. In ottica di lungo termine, l'oro non solo ha storicamente contribuito a contenere le oscillazioni dei portafogli in contesti di inflazione o deflazione disordinate e disallineate con le aspettative, ma può rappresentare una riserva di valore nel caso (che probabilmente è lo scenario di base) in cui nel futuro si possano prevedere emissioni ingenti di nuovo debito, in primo luogo pubblico, e ampie immissioni di moneta nel sistema economico.

Oltre che dall'emotività, i rischi principali in questo periodo convulso (per i mercati e non solo) possono nascere dalla resistenza a cambiare idea, dall'ostinazione a mantenere convinzioni che non trovano riscontri nella realtà, e possono condurre alla costruzione di posizioni poco adatte al quadro complessivo e alla sua evoluzione. La buona notizia è che oggi, come e anche più che in passato, spesso i fatti sono visibili: basta non ignorarli.

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

T con Zero

La seconda generazione

N.45 - MARZO 2026

Note e riferimenti

1: Il tema della razionalità, della realtà del mondo, del libero arbitrio da parte dell'uomo e della loro relazione con il senso della vita è presente in Dostoevskij anche ne *I fratelli Karamazov*. Interessante che alcuni di questi temi, in altro modo, fossero stati elaborati da Hegel mezzo secolo prima e riassunti nella famosa espressione *ciò che è razionale è reale; ciò che è reale è razionale* (*Lineamenti di filosofia del diritto*, 1821).

2: Eventi: prima guerra mondiale 1914-18, rivoluzione russa e guerra civile 1917, iperinflazione della repubblica di Weimar 1923, crollo di Wall Street e Grande Depressione 1929, crisi bancaria europea (Credit Anstalt) e pressione sul gold standard 1931, guerra sino-giapponese 1937, seconda guerra mondiale 1939-45, Bretton Woods e nuovo ordine monetario 1944, prima guerra arabo-israeliana 1948, fondazione della Repubblica Popolare Cinese 1949, guerra di Corea 1950, crisi di Suez 1956, guerra dei sei giorni 1967, guerra del Vietnam 1968, Nixon Shock e fine del sistema di Bretton Woods 1971, Guerra del Kippur e primo shock petrolifero 1973, Rivoluzione iraniana e secondo shock petrolifero 1979, Recessione di Volcker e crisi del debito latinoamericano 1981, Accordo del Plaza 1985, lunedì nero Wall Street ottobre 1987, Bolla finanziaria e immobiliare giapponese 1990, prima guerra del Golfo 1990, crisi monetaria SME/mercoledì nero e recessione europea 1992, Tequila crisis 1994, crisi finanziaria tigris asiatiche 1997, default Russia e crisi LTCM 1998, scoppio bolla dot.com 2000, 11 settembre 2001, seconda guerra del Golfo 2003, Grande Crisi Finanziaria 2008, crisi debiti sovrani 2011, primavera araba 2011, annessione russa della Crimea e sanzioni alla Russia 2014, crollo prezzo del petrolio 2014, svalutazione a sorpresa del Renminbi 2015, Brexit 2016, guerra commerciale USA-Cina 2018, pandemia Covid-19 2020, crisi settore immobiliare cinese 2021, invasione russa dell'Ucraina 2022, guerra Israele-Hamas 2023, dazi reciproci USA 2025, guerra in Iran 2026.

3: Il periodo 1914-2026 è stato suddiviso in quattro sottoperiodi di uguale durata (28 anni). Gli shock economici e geopolitici sono stati collocati ciascuno nel rispettivo periodo di competenza. Non sono stati, per scelta, presentati raggruppamenti "logici" ma più arbitrari, che avrebbero influito sulla densità di eventi per anno.

4: La distribuzione di Gauss è la distribuzione di variabile continua più usata, perché in grado di descrivere la maggior parte dei fenomeni che accadono in natura. Per questo è anche chiamata "normale": variabili continue come il peso o l'altezza delle persone, la larghezza delle foglie di un certo tipo di pianta, assumono valori normali, ossia valori che oscillano sempre in un certo intervallo, distribuendosi con una regolarità ricorrente. La distribuzione gaussiana è particolarmente importante anche perché può essere utilizzata come "distribuzione limite" in quanto è una distribuzione alla quale tendono altre distribuzioni di variabili, aggregandole ripetutamente.

5: Nassim Nicholas Taleb, *Il cigno nero*, 2007.

6: Composizione e pesi del paniere azionario Eurozona 30%, Italia 5%, Europa 10%, S&P 500 25%, Nasdaq 100 8%, Emergenti 9%, Cina 3%, MSCI All Country 10%. Composizione e pesi del paniere obbligazionario Governativo Italia 7-10 anni 40%, Gov USA 7-10 anni 5%, Gov Germania 7-10 anni 5%, Corporate IG Europa 33%, Corporate IG USA 4%, Corporate HY USA 9%, Emergenti in valuta forte 4%. Questi panieri diversificati in indici sono ragionevolmente rappresentativi delle scelte della clientela. Le performance sono calcolate in Euro, esclusi i dividendi per le azioni, in logica *total return* per le obbligazioni.

7: La razionalità in economia indica il concetto di poter compiere scelte "ottime" che permettano di raggiungere al massimo grado possibile i propri obiettivi, di solito rappresentati da una "funzione di utilità" formalizzabile e quantificabile. Si suppone che gli agenti razionali siano in grado di elaborare istantaneamente (o in tempo trascurabile) tutte le informazioni, complete (o quasi) di cui dispongono, valutando eventuali corsi alternativi di azione e le possibili conseguenze, e di compiere azioni che li conducano a massimizzare il proprio obiettivo con il percorso più breve e meno dispendioso.

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 24 marzo 2026.

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