



MEDIOBANCA  
PRIVATE BANKING

# I con Zero

*La seconda generazione*

*Osservare cose vecchie in modo nuovo: le materie prime*



# T con Zero

La seconda generazione

N.36 - MAGGIO 2025

## Osservare cose vecchie in modo nuovo: le materie prime

*Fare le cose vecchie in modo nuovo – questa è innovazione.* (Joseph A. Schumpeter)

Tra i tanti modi in cui si può pensare al funzionamento dell'economia, uno è considerarla un grande processo di trasformazione di energia e materie prime. Anche se la composizione del PIL dei diversi Paesi può cambiare tra beni e servizi, o in termini di settori industriali e di specializzazioni, e l'innovazione tecnologica nei decenni ha reso più efficienti le strutture produttive, tutte le variazioni e i miglioramenti non cancellano la realtà incontrovertibile della necessità di *input* per lavorare. Non fa una grande differenza che si tratti dei prodotti agricoli per nutrire la forza-lavoro o per cucinare pasti in un ristorante, dei materiali per fabbricare oggetti o costruire palazzi, dell'energia per far funzionare impianti manifatturieri di beni fisici o servizi immateriali, come server di *data center*.

Tutto ciò che riguarda l'economia può riguardare anche la costruzione di portafogli di investimenti e quindi anche *T con Zero* si occupa di materie prime e di come trattarle da un punto di vista finanziario.

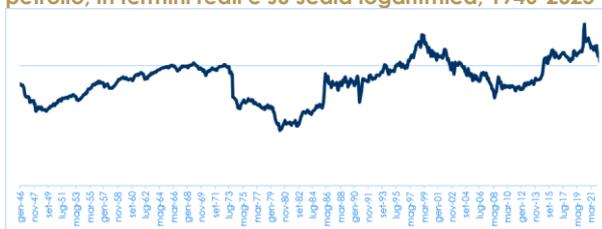
### Mercati azionari e materie prime: cicli intrecciati e fasi alternate, utili per la diversificazione di portafoglio

Se rappresentiamo con una linea nei grafici seguenti le performance relative (cioè il rapporto tra l'andamento delle rispettive quotazioni) dell'indice S&P 500 e di oro, petrolio o di un indice di materie prime, si può notare subito come, nella storia, le fasi ascendenti o discendenti siano durate molto a lungo: da 7-8 a 30 anni. Possono esserci vari modi di interpretare questa informazione. Uno si collega alle considerazioni iniziali. Se l'economia può essere pensata come un meccanismo di trasformazione di energia e materie prime, e il mercato azionario come una rappresentazione – con tutti i limiti del caso – dell'economia stessa, le fasi in cui l'andamento della borsa è migliore di quello delle materie prime, cioè quando la linea blu sale, sono quelle nelle quali l'economia diventa più efficiente nell'utilizzo di energia e altri *input*, o gode i benefici di miglioramenti passati. Le fasi in cui la linea blu scende sono quelle in cui i guadagni di efficienza si esauriscono e l'effetto-scarso di energia e materie prime torna a prevalere.

**Grafico 1: performance relativa dell'S&P 500 rispetto all'oro, in termini reali e su scala logaritmica, 1928-2025**



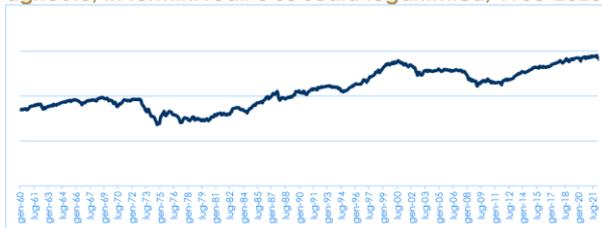
**Grafico 2: performance relativa dell'S&P 500 rispetto al petrolio, in termini reali e su scala logaritmica, 1946-2025**



**Grafico 3: performance relativa, S&P 500 rispetto ai metalli industriali, in termini reali e su scala logaritmica, 1960-2025**



**Grafico 4: performance relativa, S&P 500 vs materie prime agricole, in termini reali e su scala logaritmica, 1960-2025**



Un aspetto potenzialmente interessante di questa interpretazione è che inserire in portafoglio, laddove possibile, una certa quantità di materie prime, a fronte di posizioni azionarie più corpose, può aumentare la diversificazione e migliorare, a livello del portafoglio complessivo, il profilo rendimento/rischio. In pratica, può

# I con Zero

La seconda generazione

**N.36 - MAGGIO 2025**

permettere di ottenere rendimenti maggiori a parità di rischio o comprimere il livello di rischio a parità di rendimento.

Il grafico 5 mostra come inserire in un portafoglio diversificato globale<sup>1</sup> una quantità di oro (la materia prima forse più facilmente accessibile a un investitore) pari al 10% delle posizioni azionarie (5% di oro rispetto al 50% in azioni) potesse contribuire a migliorare il profilo rendimento/rischio del portafoglio complessivo, prendendo come periodo di osservazione gli ultimi 10 anni (rappresentato dall'altezza del cerchio azzurro a destra).

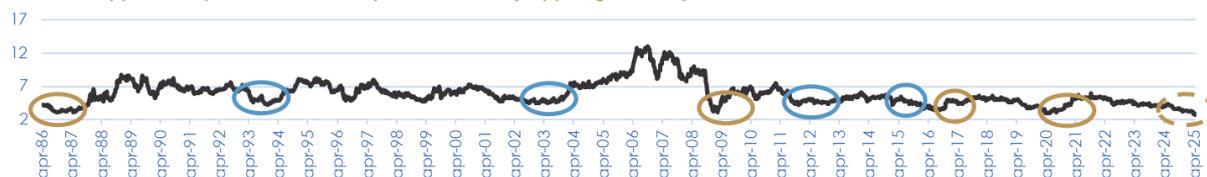
**Grafico 5: confronto portafogli globali: 50% azioni, 45% obbligazioni, 5% liquidità vs 50% azioni, 40% obbligazioni, 5% liquidità e 5% oro<sup>1</sup>**



## Le materie prime come opportunità di investimento in sé (e non solo come fonte di diversificazione di portafoglio)

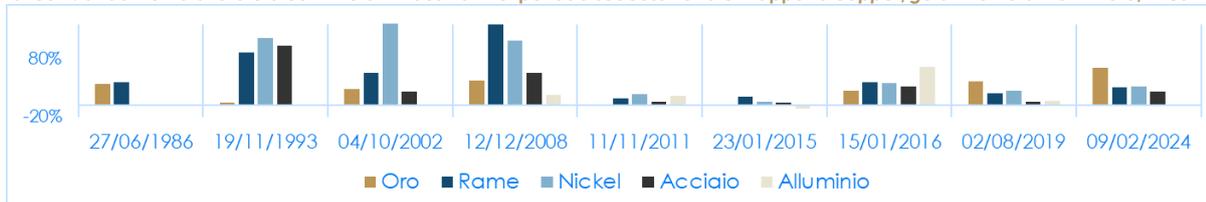
Sarebbe riduttivo considerare le materie prime solo come elemento di diversificazione di portafoglio e di parziale mitigazione dei rischi legati ad altre componenti, come le azioni (per quanto riguarda l'impatto sui costi delle aziende) o le obbligazioni (perché possono contribuire ad ammortizzare l'impatto dell'inflazione). Chi in passato le ha osservate come opportunità di investimento isolate ha riscontrato una dinamica ricorrente nel rapporto tra il prezzo del rame, metallo industriale per eccellenza, e quello dell'oro, prezioso bene-rifugio. Quando il rapporto tra prezzo del rame e prezzo dell'oro è sceso sotto un certo livello, pari a 4, si è assistito a un movimento rialzista dei metalli industriali. Anche in questo caso si può intuire una logica per questo andamento: i metalli industriali sono legati al ciclo economico, l'oro è un bene-rifugio che gli investitori tendono ad acquistare in fasi di timori che l'economia possa essere esposta a rischi significativi. Quando il rapporto scende molto, probabilmente segnala un pessimismo sulla dinamica economica piuttosto marcato, che può offrire opportunità di costruire posizioni per beneficiare della ripresa ciclica o della riaccelerazione della crescita in una fase successiva.

**Grafico 6: il rapporto tra prezzo del rame e prezzo dell'oro (copper/gold ratio), 1986-2025**



Come sempre, quando si lavora sui mercati finanziari, bisogna diffidare delle generalizzazioni ed evitare di pensare che possano esistere meccanismi automatici che portino in modo deterministico ai risultati desiderati. L'esperienza recente può aiutare a riflettere su questo tema. Il copper/gold ratio, cioè il rapporto tra i prezzi del rame e dell'oro, è sceso a livelli comparabili agli attuali otto volte negli ultimi quarant'anni (grafico 6). Spesso questi minimi nel rapporto sono stati seguiti da recuperi nelle quotazioni dei metalli industriali e delle materie prime (grafico 7). Ogni caso fa storia a sé, date le circostanze particolari in cui è avvenuto. Negli ultimi due anni, per esempio, il calo del rapporto è dipeso in misura rilevante dall'aumento del prezzo dell'oro, oltre che dalla diminuzione del prezzo del rame. Inoltre è possibile che queste dinamiche di prezzo possano essere state legate, almeno in parte, alla grande incertezza geopolitica e a preoccupazioni crescenti e durature di un rallentamento della crescita economica – che può portare a una riduzione della domanda di materie prime.

**Grafico 7: andamento di oro e alcuni metalli industriali nel periodo successivo<sup>2</sup> a un rapporto copper/gold intorno a 4 o minore, 1986-2025**



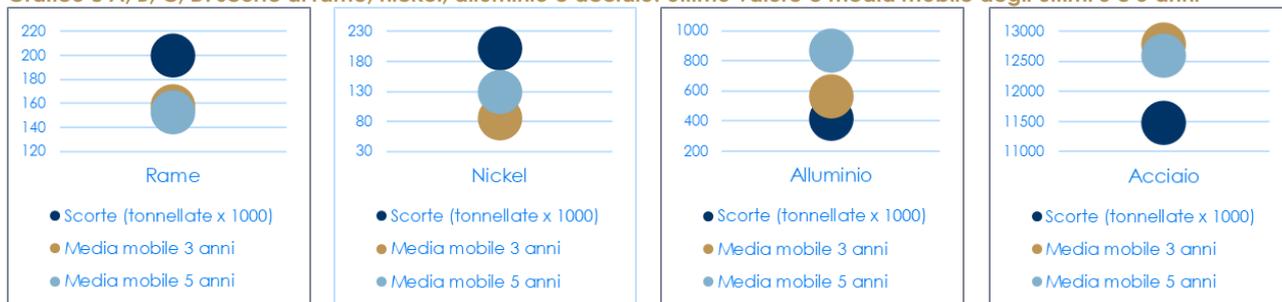
# T con Zero

La seconda generazione

N.36 - MAGGIO 2025

Oltre a ciò, bisogna considerare il contesto specifico degli ultimi anni, nei quali gli operatori, precipitati nel caos della pandemia del 2020, avevano cercato precipitosamente, ma in modo assolutamente comprensibile, di accumulare scorte per poter lavorare. Il lento e irregolare impiego di tali riserve non solo può aver reso più disordinato del solito il ciclo di consumo e ricostituzione delle scorte (grafico 8), ma può anche aver reso più difficili da decifrare le informazioni di mercato a tale riguardo. Sono quindi molteplici gli elementi che si possono considerare - e molti altri non menzionati possono esistere - nel leggere il grafico 7, che mostra il recupero volatile del prezzo delle materie prime industriali e lancia un messaggio di cautela verso la tentazione di interpretazioni troppo immediate e automatiche dei segnali di mercato. A distanza di qualche anno dagli shock che hanno portato a irregolarità e deviazioni dagli schemi di comportamento abituali di chi acquista e vende materie prime ed energia a scopo industriale, e non di investimento finanziario, è probabile che ci si possa riavvicinare a dinamiche più consuete, ma è verosimile che questo processo di normalizzazione non si sia ancora concluso, a maggior ragione in un quadro di contorno che presenta varie dimensioni di incertezza.

**Grafico 8 A, B, C, D: scorte di rame, nickel, alluminio e acciaio. Ultimo valore e media mobile degli ultimi 3 e 5 anni**



## Le conclusioni per i portafogli degli investitori finanziari

Le materie prime sono una tipologia di attività disomogenea, spesso non semplice e non adatta a tutti i profili di investitori. Anche se i modi per inserirle in un portafoglio sono aumentati, grazie alla nascita di strumenti accessibili a una platea più ampia che in passato, si possono ancora incontrare limitazioni e difficoltà.

L'aspetto di maggiore rilievo, dalla prospettiva di un investitore finanziario, è che l'inclusione di oro e altre materie prime possa dare un contributo anche significativo alla diversificazione di portafoglio. La relazione con i mercati azionari, che presenta cicli intrecciati e alternati, e, dal lato obbligazionario, la possibilità di offrire una protezione, almeno parziale, dall'inflazione, rappresentano caratteristiche potenzialmente di grande utilità. Già considerare l'inserimento di una quota equivalente al 5-10% delle posizioni azionarie può fornire un contributo in termini di miglioramento del profilo rendimento/rischio del portafoglio complessivo.

Un aspetto che va tenuto presente è che può capitare che di materie prime si parli a volte con toni iperbolici e legati a questioni geopolitiche che i mezzi di comunicazione possono trattare con una certa agitazione. Tra i rischi che gli investitori devono essere in grado di tollerare, quindi, ci possono essere anche quelli legati a un flusso di notizie più disordinato ed enfatico del solito.

Come sempre, i rischi sono qualcosa di connaturato alla sfera degli investimenti, di cui bisogna essere consapevoli, ma dai quali non bisogna essere spaventati più del dovuto, soprattutto quando esiste la possibilità di costruire portafogli strategici potenzialmente meglio diversificati per affrontare i mercati nel medio-lungo periodo.

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

# T con Zero

La seconda generazione

N.36 - MAGGIO 2025

## Note e riferimenti

1: Il confronto riguarda la performance e la volatilità di un portafoglio così composto: 50% azioni globali (indice MSCI World total Return in Euro), 45% obbligazioni globali (indice Bloomberg Global Aggregate Total Return Index Value Unhedged EUR), 5% liquidità (indice ICE BofA Euro Treasury Bill) e un portafoglio che sostituisce il 5% dell'esposizione all'indice obbligazionaria con oro, nel seguente modo: 50% azioni globali (indice MSCI World total Return in Euro), 40% obbligazioni globali (indice Bloomberg Global Aggregate Total Return Index Value Unhedged EUR), 5% oro fisico (indice LBMA Gold Price PM Euro), 5% liquidità (indice ICE BofA Euro Treasury Bill). L'esposizione all'oro fisico può essere facilmente coperta con ETC che detengono oro fisico. Il periodo di simulazione è stato di poco superiore a 10 anni, dal 2 gennaio 2015 al 9 maggio 2025.

2: Il periodo considerato è quello analogo all'ultimo episodio. Nel 2024, il copper/gold ratio è sceso sotto 4 il 9 febbraio. Da allora, al momento della stesura di questa nota, sono trascorse 64 settimane. Sono stati osservati gli episodi precedenti di copper/gold ratio sotto 4 o i minimi vicini a tale livello e l'andamento delle materie prime, registrando la variazione di prezzo massima raggiunta da ciascuna entro 64 settimane dalla data del segnale fornito dal copper/gold ratio.

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 9 maggio 2025.

## 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 del gruppo Mediobanca e non le vincolano.



MEDIOBANCA  
PRIVATE BANKING