



MEDIOBANCA
PRIVATE BANKING

I con Zero

La seconda generazione

Investire in ciò che non può essere stampato



T con Zero

La seconda generazione

N.48 - GIUGNO 2026

Investire in ciò che non può essere stampato

Comprate terreni: non ne fabbricano più¹. (Mark Twain)

Ci sono almeno due buoni motivi perché *T con Zero* torni a occuparsi di materie prime². Molto semplici. Il primo è che il mondo è ancora attraversato da conflitti in aree nevralgiche per la produzione e distribuzione di materie prime, energetiche e non solo, e per il commercio internazionale. Dopo la pandemia nel 2020 e l'invasione russa dell'Ucraina nel 2022, sono arrivati i conflitti in Medio Oriente a complicare uno scenario punteggiato anche da tensioni in Venezuela e Nigeria e dalle "attenzioni particolari" riservate dagli Stati Uniti a Cuba e dalla Cina a Taiwan. Il secondo riguarda la costruzione di portafogli di investimento. Prende in esame le materie prime come possibile elemento di diversificazione e le considera come opzione per mantenere e accrescere il valore reale del patrimonio nel tempo, in un contesto di riferimento che potrebbe presentare rischi di inflazione, effettivi o percepiti, maggiori che in passato.

L'incertezza geopolitica influisce ancora, ma alcuni aspetti rilevanti si sono probabilmente normalizzati.

Nonostante a parole la cessazione dei conflitti sia un obiettivo che sta a cuore a molti, in pochi casi alle dichiarazioni sono seguite azioni coerenti. La speranza è che le vicende degli ultimi giorni possano segnare una svolta rispetto al passato. Poiché i teatri di guerra e i luoghi a rischio potenziale rivestono un'importanza strategica per la produzione e distribuzione di materie prime e per il commercio internazionale, negli ultimi anni si è assistito a una comprensibile reazione sui prezzi. Fino ad ora, tuttavia, meno violenta di quanto temuto. In parte, ciò è avvenuto per la maggiore capacità dell'economia globale di adattarsi agli shock, anche seri. In parte perché l'interruzione improvvisa, inattesa e in alcuni momenti quasi totale, rappresentata dalla pandemia ha spinto molte aziende a una politica di accaparramento affannoso di materie prime e semilavorati, più o meno a qualsiasi prezzo, che poi sono rimasti nei loro magazzini per anni e sono stati utilizzati gradualmente nei processi produttivi. Questo elemento può verosimilmente avere contribuito in misura significativa a moderare la domanda negli ultimi cinque anni. Ora è plausibile che l'effetto dell'accumulazione disordinata del periodo pandemico si sia riassorbito, quindi è possibile che la tradizionale interazione domanda-offerta torni a esprimere equilibri di mercato non alterati, e i dati ufficiali dei principali mercati delle materie prime su acquisti, vendite e scorte riacquistino l'affidabilità temporaneamente smarrita.

È il caso, per esempio, dell'alluminio, che mostra una dinamica diversa da quella di altri metalli industriali. Dal grafico 1 si nota come l'aumento recente del prezzo spot dell'alluminio sia stato massiccio e veloce e, nello stesso tempo, le scorte siano state consumate. Di solito, quando c'è un forte aumento della domanda o uno sbilanciamento tra domanda (maggiore) e offerta (limitata nel breve) che fa salire il prezzo, la produzione tende ad aumentare e le scorte tornano a riaccumularsi nel tempo, anche perché il prezzo più elevato contribuisce a raffreddare la domanda. Il grafico 2 illustra questo processo per il rame.

Grafico 1: Alluminio, prezzo spot e scorte



Grafico 2: Rame, prezzo spot e scorte



Tra i metalli industriali, l'andamento crescente in assoluto, o migliore in termini relativi, del prezzo dell'alluminio potrebbe proseguire, in virtù di scorte e capacità produttiva limitate, che rendono lo sbilanciamento tra domanda e offerta più evidente e meno gestibile anche in assenza di una domanda forte.

Le materie prime possono contribuire alla diversificazione dei portafogli di investimento

Queste dinamiche fondamentali si aggiungono alle considerazioni già svolte nel *T con Zero* di marzo³ 2026. In un "nuovo ordine" mondiale caratterizzato da incertezza elevata e persistente e conflitti duraturi, appare sensato

T con Zero

La seconda generazione

N.48 - GIUGNO 2026

avere esposizione ad attività reali, che derivino il proprio valore dall'utilità o dalla scarsità (come i terreni nella citazione d'apertura). Inserire materie prime in un portafoglio che contiene azioni e obbligazioni fornisce un contributo significativo alla diversificazione, poiché la correlazione tra l'andamento dei prezzi delle materie prime e quello delle altre attività tradizionali⁴ è stata storicamente contenuta, come mostra la tabella 1.

Tabella 1: correlazioni tra alcune attività finanziarie e materie prime⁴

| | Rame | Alluminio | Petrolio WTI | Oro | Argento | S&P 500 | Euro Stoxx | MSCI All Country | MSCI Emerging Markets | Topix | Obbligazioni globali |
|-----------------------|------|-----------|--------------|-------|---------|---------|------------|------------------|-----------------------|-------|----------------------|
| Rame | 1,00 | 0,56 | 0,21 | 0,24 | 0,34 | 0,29 | 0,30 | 0,37 | 0,40 | 0,23 | 0,07 |
| Alluminio | 0,56 | 1,00 | 0,22 | 0,19 | 0,30 | 0,23 | 0,21 | 0,30 | 0,32 | 0,19 | 0,12 |
| Petrolio WTI | 0,21 | 0,22 | 1,00 | 0,16 | 0,20 | 0,15 | 0,13 | 0,18 | 0,17 | 0,09 | 0,04 |
| Oro | 0,24 | 0,19 | 0,16 | 1,00 | 0,72 | 0,02 | -0,02 | 0,12 | 0,18 | -0,01 | 0,37 |
| Argento | 0,34 | 0,30 | 0,20 | 0,72 | 1,00 | 0,19 | 0,17 | 0,29 | 0,32 | 0,12 | 0,29 |
| S&P 500 | 0,29 | 0,23 | 0,15 | 0,02 | 0,19 | 1,00 | 0,75 | 0,92 | 0,62 | 0,48 | 0,05 |
| Euro Stoxx | 0,30 | 0,21 | 0,13 | -0,02 | 0,17 | 0,75 | 1,00 | 0,84 | 0,67 | 0,54 | -0,05 |
| MSCI All Country | 0,37 | 0,30 | 0,18 | 0,12 | 0,29 | 0,92 | 0,84 | 1,00 | 0,78 | 0,65 | 0,16 |
| MSCI Emerging Markets | 0,40 | 0,32 | 0,17 | 0,18 | 0,32 | 0,62 | 0,67 | 0,78 | 1,00 | 0,53 | 0,15 |
| Topix | 0,23 | 0,19 | 0,09 | -0,01 | 0,12 | 0,48 | 0,54 | 0,65 | 0,53 | 1,00 | -0,05 |
| Obbligazioni globali | 0,07 | 0,12 | 0,04 | 0,37 | 0,29 | 0,05 | -0,05 | 0,16 | 0,15 | -0,05 | 1,00 |

Più intenso è il colore verde delle celle, minore è la correlazione tra l'andamento dei prezzi delle due attività che identificano riga e colonna corrispondenti, e maggiore il contributo alla diversificazione di portafoglio che quella coppia di asset può dare. L'opposto accade quando il colore rosso diventa più intenso.

Anche se si osserva l'evoluzione

nel tempo delle correlazioni⁵ tra le variazioni dei prezzi, si nota che hanno oscillato intorno a livelli medi contenuti, soprattutto per quanto riguarda l'oro e l'argento con le azioni e le materie prime industriali con le obbligazioni.

Grafico 3: Correlazioni⁵ tra materie prime industriali e azioni



Grafico 4: Correlazioni⁵ tra metalli preziosi e azioni



Grafico 5: Correlazioni⁵ materie prime industriali - obbligazioni

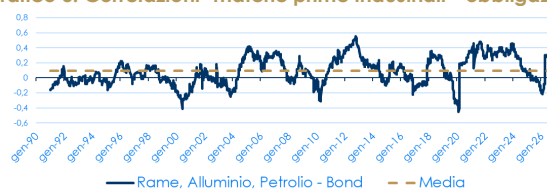


Grafico 6: Correlazioni⁵ tra metalli preziosi e obbligazioni



Diversificazione anche nella logica economica

Se si osserva l'evoluzione dei prezzi dell'S&P 500 e delle materie prime nel lunghissimo periodo (dati disponibili a partire da fine 1928, le serie più corte da inizio 1960), si nota che la performance relativa delle azioni rispetto alle materie prime - in pratica quanti lingotti d'oro, barili di petrolio o analoghi siano serviti nei diversi momenti per acquistare un paniere di azioni che compone l'indice S&P 500 - abbia fatto registrare movimenti ascendenti o discendenti di lunga durata. I rialzi sono durati generalmente più a lungo, ma anche le fasi in cui le linee blu dei grafici seguenti sono scese si sono protratti per alcuni anni.

Esiste una possibile interpretazione economica logica dietro questa evidenza empirica. L'economia può essere vista, in estrema sintesi, come un grande processo di trasformazione di energia e materie prime, che sono scarse e richiedono investimenti e tecnologia per essere rese disponibili in quantità più abbondanti e utilizzate in modo efficiente. I periodi in cui innovazione e investimenti rendono l'economia più efficiente (o si radica un'aspettativa che ciò accada) sono quelli in cui la performance della borsa è migliore di quella delle materie prime. Le fasi in cui i guadagni di efficienza si interrompono, e l'effetto-scarso delle materie prime torna a prevalere e a notarsi nell'aumento dei loro prezzi, sono quelle in cui la performance di energia e materie prime è migliore di quella dell'S&P 500. Attenzione: non è detto che una delle due variabili abbia andamento positivo e l'altra negativa in assoluto. Possono anche muoversi nella stessa direzione, basta che il prezzo di una delle due salga più, o scenda meno, di quello dell'altra. I grafici 7-10 illustrano la dinamica passata dei rapporti tra i diversi prezzi in termini reali, cioè depurati dall'inflazione. Si nota come le tendenze di lungo periodo siano, in modo più o meno evidente, positive: segno che l'ingegno umano e la capacità di innovare abbiano permesso di superare molti dei limiti incontrati nel corso della storia. Se, nella costruzione di un portafoglio, si abbraccia la logica di fondo appena enunciata e si decide di allocare alle materie prime una parte equivalente a una frazione dell'esposizione

I con Zero

La seconda generazione

N.48 - GIUGNO 2026

azionaria (ad esempio il 15% di essa), il risultato può essere una combinazione meno volatile, in grado di assorbire meglio le dinamiche economiche e dei prezzi delle materie prime, rispetto a un portafoglio di sole azioni.

Grafico 7: Performance⁶ relativa S&P 500 vs petrolio (WTI)



Grafico 8: Performance⁶ relativa S&P 500/mat. prime agricole



Grafico 9: Performance⁶ relativa S&P 500 vs oro

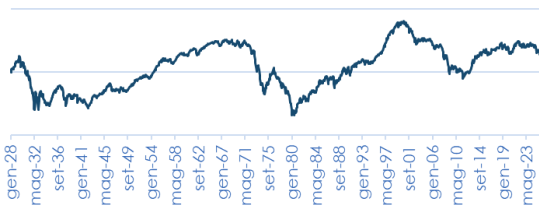


Grafico 10: Performance⁶ relativa S&P 500/metalli industriali



Grafico 11: Rapporto rendimento/rischio⁶ annualizzato di S&P 500, materie prime e portafogli combinati (all'85% S&P 500)



L'utilità di investire in ciò che non può essere stampato

C'è uno spunto finale da evidenziare, trattando il tema delle materie prime. Negli ultimi cinque anni ci sono stati movimenti di prezzo molto importanti. Gli andamenti sono stati divergenti. L'oro ha toccato nuovi massimi, poi il prezzo dell'argento è salito molto velocemente, prima di correggere. I prezzi dei metalli industriali sono oscillati, con rialzi e ribassi in momenti diversi. Ultimamente quasi tutti sono saliti, ma solo l'alluminio ha un prezzo nella parte alta del suo intervallo storico. Il barile di petrolio è diventato significativamente più costoso, quando Stati Uniti e Israele hanno attaccato l'Iran, ma, anche ai massimi recenti, gli aumenti non sono parsi fuori controllo.

Un mondo strutturalmente più incerto, a livello geopolitico e di relazioni economiche internazionali, può spingere gli investitori a richiedere premi per il rischio più elevati. La possibilità di conflitti duraturi in aree di grande rilevanza per forniture e approvvigionamenti di materie prime, energetiche e non solo, e per il commercio internazionale, può contribuire a mantenere alto il rischio di aumenti di prezzi che vadano ad alimentare l'inflazione generale (o le relative aspettative). Per questo un portafoglio strategico diversificato dovrebbe considerare di esporsi, compatibilmente con la tolleranza del rischio, l'orizzonte temporale e gli obiettivi finanziari degli investitori, ad attività reali, come aziende (quotate e non), materie prime, infrastrutture. Beni che abbiano un valore intrinseco legato alla loro utilità o scarsità, come alcune materie prime o i metalli preziosi. O la capacità di crescere in termini reali, con la possibilità di aumentare i prezzi di vendita di beni e servizi ai clienti, nel caso delle azioni.

Si aggiunga la considerazione che la politica fiscale in molti Paesi non è gestita in modo disciplinato, ma spesso allo scopo di ottenere consenso politico. Anche in condizioni di espansione economica, o sicuramente non di emergenza, si assiste a spesa pubblica ingente in deficit, che conduce all'emissione di debito pubblico in quantità sempre maggiori. Il costo del debito potrebbe salire e le banche centrali potrebbero dover tornare ad acquisti massicci, in nuovi programmi di allentamento quantitativo, indipendentemente (o quasi) dal livello dei tassi di riferimento di politica monetaria. Anche se la componente obbligazionaria è imprescindibile in portafogli diversificati, ed è tornata a offrire rendimenti più interessanti che nel recente passato, condizioni come quelle appena descritte non appaiono favorevoli per le obbligazioni, soprattutto governative, nel medio-lungo periodo. È opportuno riflettere sul valore che, nei portafogli strategici, potrebbe derivare dall'inserimento, anche graduale e disciplinato nel tempo, di attività reali, che non possono essere stampate, o emesse, secondo necessità. "Investire in ciò che non può essere stampato" è un invito semplice, uno slogan di otto parole, che potrebbe fare la differenza nel medio-lungo termine per migliorare il profilo rendimento/rischio dei portafogli.

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



T con Zero

La seconda generazione

N.48 - GIUGNO 2026

Note e riferimenti

Un ringraziamento particolare va ad Alessandro Paulillo, di Mediobanca SGR, per la preziosa (e piacevole) collaborazione sul tema delle materie prime e dell'energia, utile alla stesura di questa nota.

- 1: La frase è attribuita a Mark Twain, ma non compare in alcuna opera scritta.
- 2: T con Zero n.36, maggio 2025, Osservare cose vecchie in modo nuovo: le materie prime.
- 3: T con Zero n.45, marzo 2026, La troppa razionalità, le code grasse e i mercati.
- 4: Correlazione delle variazioni settimanali dei prezzi (tutti gli indici in valuta locale, dividendi esclusi per gli indici azionari, total return per l'indice obbligazionario Bloomberg Global Aggregate USD Unhedged).
- 5: Correlazione rolling a 12 mesi di delle variazioni settimanali dei prezzi (tutti gli indici in valuta locale, dividendi esclusi per gli indici azionari, total return per l'indice obbligazionario Bloomberg Global Aggregate USD Unhedged).
- 6: Rapporto tra rendimento composto annualizzato (CAGR), espresso in termini reali, e volatilità annualizzata degli indici analizzati, da inizio serie. La disponibilità delle informazioni parte dal 1928 per l'oro, da 1946 per il petrolio WTI (con dati della Federal Reserve Bank of St. Louis Economic Database e poi di Bloomberg), dal 1960 per gli indici dei metalli industriali e delle materie prime agricole (con dati della World Bank per i metalli e le materie prime alimentari). Tutte le analisi arrivano a fine maggio 2026. Rilevazione dei dati mensile. I grafici 7-10 delle performance relative sono in scala logaritmica.

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 31 maggio 2026.

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