

# Le correlazioni non sono stabili perchè cambiano gli scenari

---

Franca Pileri

Portfolio Manager Multi Asset

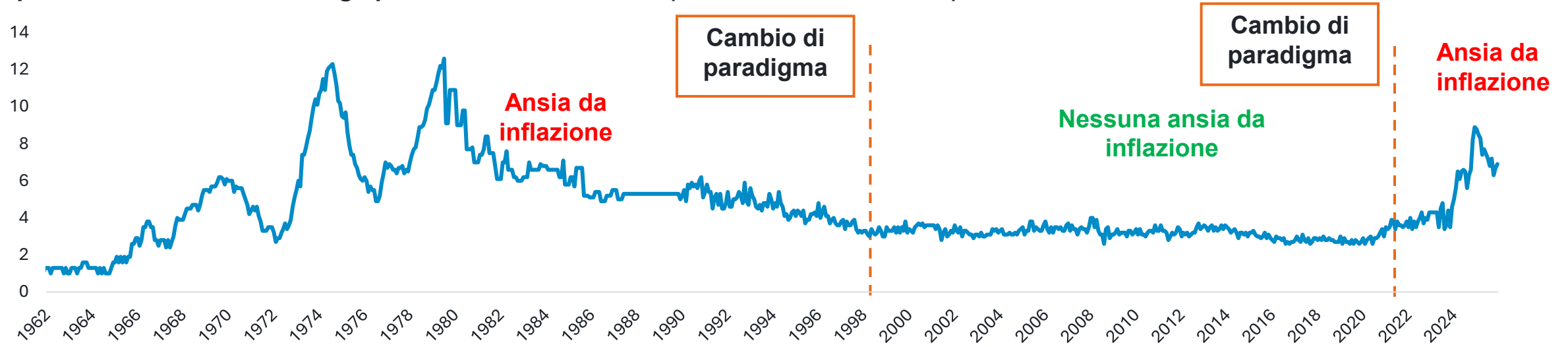
**Annual Meeting di Studio dedicato alle Fondazioni di origine  
Bancaria**

Palazzo di Varignana, Bologna - 11 Giugno 2026

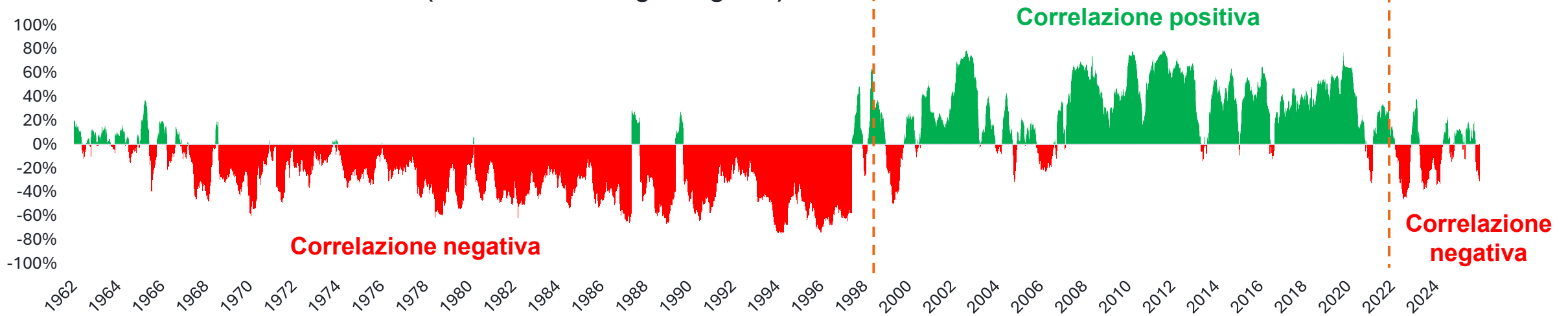


# Cambio di paradigma: l'inflazione percepita dai consumatori

Aspettative di inflazione di lungo periodo dei consumatori (YoY US CPI fino al 1979)



S&P500 e Rendimento US a 10 anni (correlazioni rolling a 90 giorni)

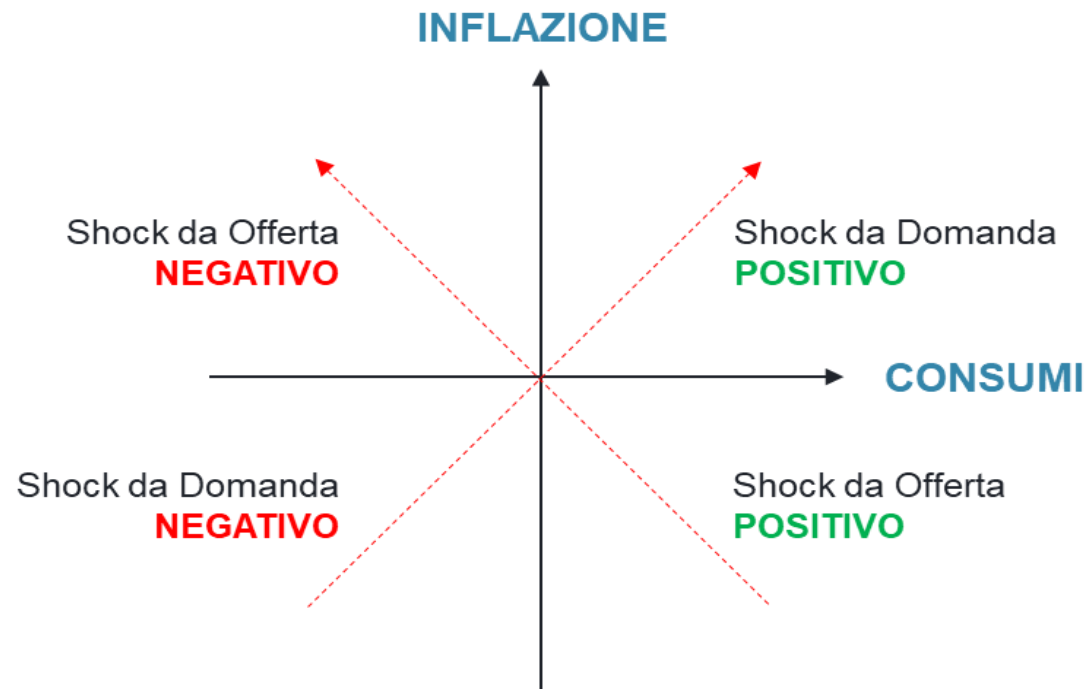


Fonte: Rielaborazione dati sondaggio dell' Università del Michigan sulle aspettative di inflazione nei prossimi 5-10 anni.

# Quale hedge per l'Equity? Bond o Commodities?

Le correlazioni cambiano perché mutano gli scenari: la correlazione *Unconditional* non esiste

- Ad uno shock da Domanda si risponde con gli strumenti della Politica Monetaria: *Equity e Commodities sono correlati positivamente*
- Ad uno shock da Offerta si risponde con gli strumenti della Politica Fiscale: *Equity e Bonds (tasso) sono correlati positivamente (negativamente)*
- ***Nel primo caso la correlazione negativa con i risky asset è fornita dai Bonds, nel secondo dalle Commodities***



Fonte: Fidelity International, 2026.

# L'inflazione prezzata sul mercato

Inflazione forward quasi invariata negli ultimi anni, nonostante le tariffe, la guerra e il petrolio

- C'è una differenza sostanziale tra parlare di inflazione e investire in strumenti finanziari legati all'inflazione
- Solo chi investe ha *skin in the game*: la preoccupazione (ancora) latita sui mercati
- L'inflazione di breakeven è rimasta contenuta soprattutto per l'inaspettata risalita dei rendimenti reali (che potrebbero riflettere un aumento della produttività legato al AI)
- La veloce ascesa delle materie prime ben si combina con la percezione dell'inflazione dei consumatori più che con quella dei mercati

US 10 years Breakeven Inflation



BCOM – Commodity Index Total Return

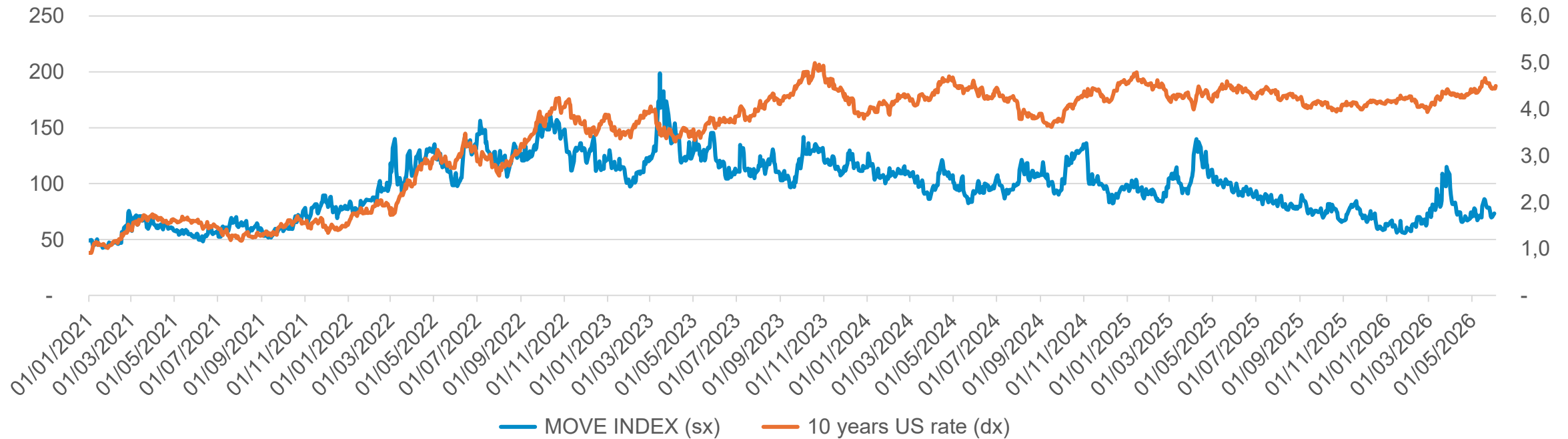


Fonte: Fidelity International, Bloomberg, maggio 2026.

# Indice Move: niente da segnalare

Anche la volatilità lato tasso non desta preoccupazioni

- Nonostante i tassi rimangano elevati l'impatto sugli asset rischiosi è contenuto...
- ..la risposta è da ricercarsi nel MOVE index e nella salita ordinata dei tassi
- L'indice MOVE misura l'entità dei movimenti attesi dal mercato non la direzione: suggerisce che il mercato non si aspetta grandi variazioni rispetto ai livelli attuali



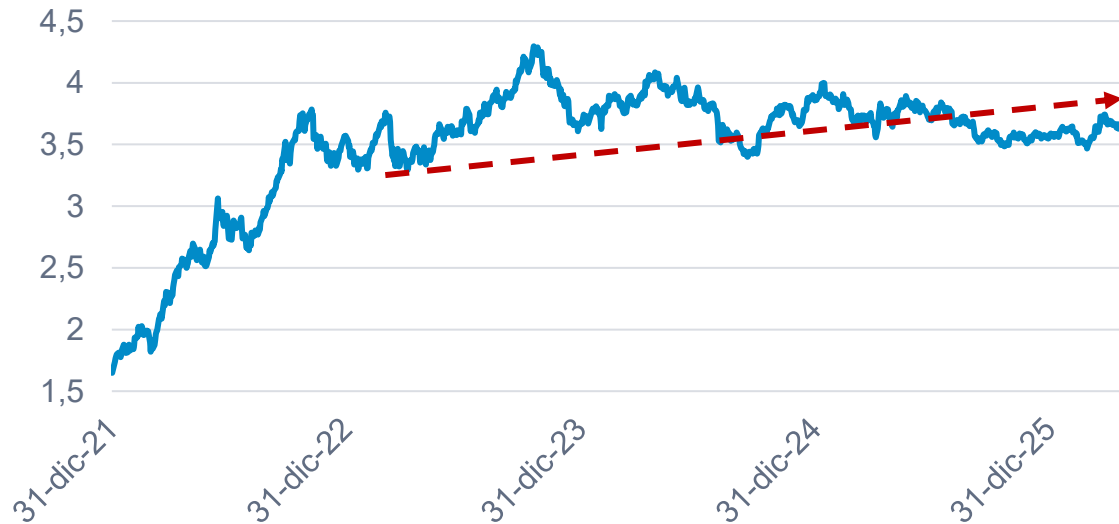
Fonte: Fidelity International, Bloomberg, maggio 2026. \*MOVE Index è l'equivalente del VIX per il mercato dei tassi d'interesse. Misura la volatilità implicita delle opzioni atm a un mese sui Treasury statunitensi.

# L'economia rimane solida, l'incertezza aumenta ma (ancora) non esplode

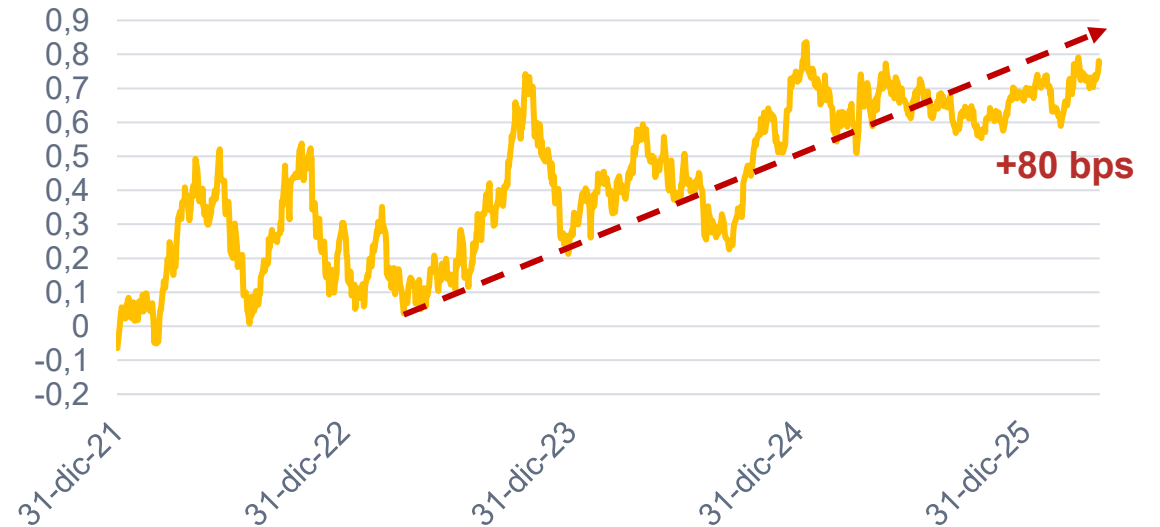
Le variazioni dei livelli, più dei livelli, influenzano il sentiment ed i prezzi degli asset (2<sup>a</sup> legge di Newton)

- Per “spiegare” i rendimenti dei titoli governativi servono 4 variabili: due **State Variables** (Crescita e Inflazione) e due **Sentiment Variables**, collegate alle precedenti (Incertezza sulla Crescita e sull'Inflazione)
- Il valore di Crescita + Inflazione è (incredibilmente) rimasto stabile negli ultimi 3 anni (da monitorare il cambiamento come impatto sul MOVE e le ripercussioni sugli asset rischiosi)
- Incertezza in costante aumento negli ultimi 3 anni (+ 80bps)

## Crescita + Inflazione



## Term Premium



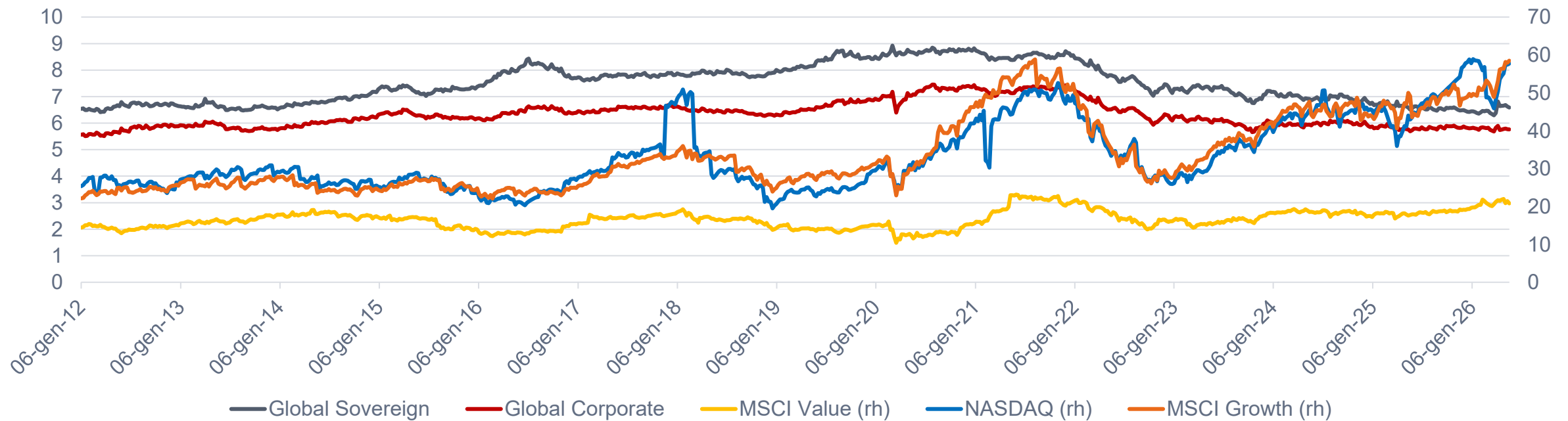
Fonte: D'Amico, Kim e Wei, Federal Reserve, dati al 30 aprile 2026.

# Quanta Duration si cela nell'esposizione azionaria?

E quanto equity nel portafoglio Bond?

- È facile controllare l'esposizione alla duration, considerando il portafoglio obbligazionario
- Più arduo stimare la dipendenza dei Prezzi delle azioni dal livello dei tassi
- Ampia dispersione tra i settori

## Equity e Bond Duration



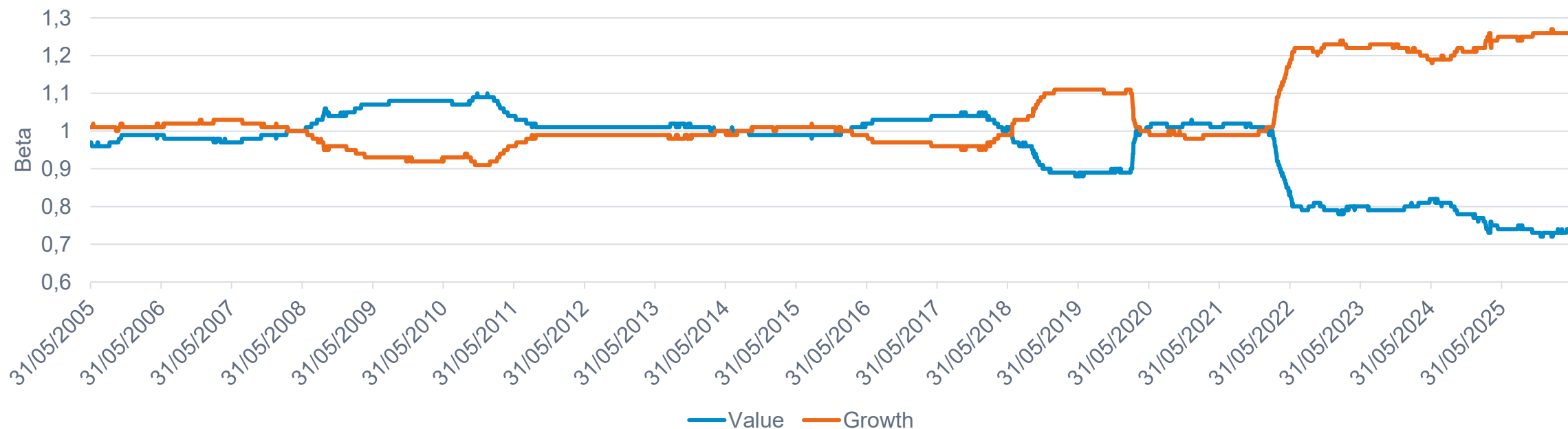
Fonte: Rielaborazione dati Bloomberg, Maggio 2026.

# Abituati a pensare allo stile Value come high beta... Si scopre essere ora difensivo!

Ma anche quale equity nel portafoglio Bond?

- Il trade sull'AI ha trasformato il settore tecnologico in un settore ad alto beta
- Di conseguenza, lo stile growth, fortemente concentrato sul settore tecnologico, è diventato ad alto beta
- Lo stile Value diventa il nuovo settore difensivo: società più solide, utili più resilienti a dinamiche future e maggior redditività

## Value come Low Beta\*



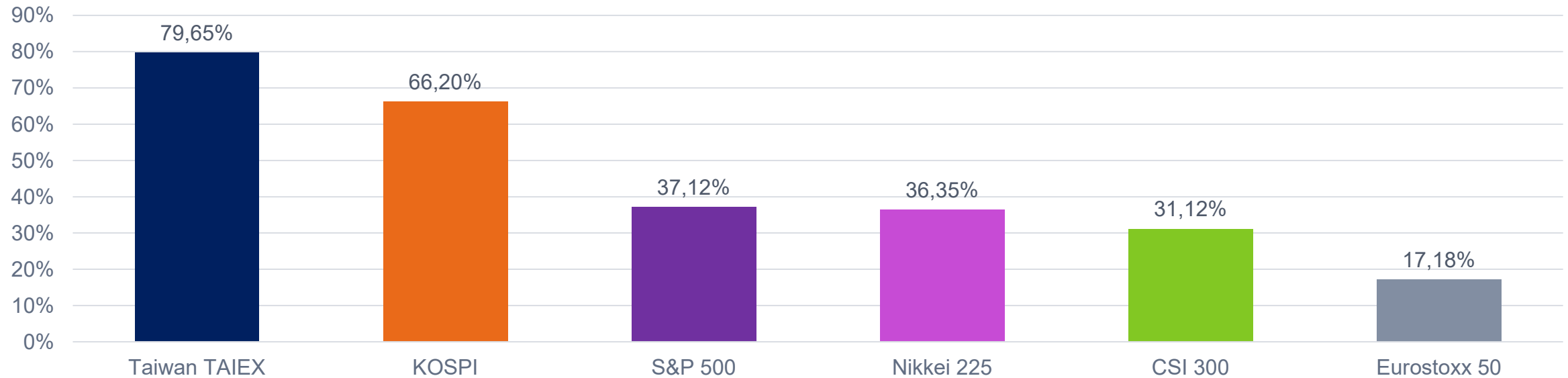
Fonte: Rielaborazione dati Bloomberg, Maggio 2026. \*Beta vs MSCI World



## Conclusioni: *rivedere le ipotesi di base*

- Gli investitori non sono più preoccupati della crescita come nell'epoca dei tassi a zero, il problema (ignorato dal mercato) è l'inflazione,
- Stili con una esposizione significativa al tech come il growth sono diventata ad alto beta, oltre ad essere più sensibili ai tassi d'interesse
- Il Value diventa il nuovo settore difensivo
- Il problema non è la concentrazione NEGLI indici sui primi 10 nomi, ma la concentrazione TRA gli indici: settore tecnologico
- Inconsapevolmente abbiamo tutti portafogli azionari più rischiosi dove l'allocazione geografica conta sempre meno

### Settore tecnologico (%)



Fonte: Rielaborazione dati Bloomberg, Maggio 2026.

# Disclaimer

AVVERTENZA: prima dell'adesione leggere attentamente il prospetto e il documento contenente le informazioni chiave ("KID"), i quali sono stati debitamente pubblicati, in lingua italiana, presso la Consob e sono disponibili presso i soggetti collocatori, nonché sul sito [www.fidelity-italia.it](http://www.fidelity-italia.it). Se non altrimenti specificato, i commenti sono quelli di Fidelity. Queste informazioni non devono essere riprodotte o circolarizzate senza autorizzazione preventiva. Fidelity fornisce esclusivamente informazioni sui suoi prodotti e non offre consulenza sugli investimenti basata su circostanze individuali, salvi i casi in cui ciò stato specificamente concordato da una società autorizzata in una comunicazione formale con il cliente. Fidelity International si riferisce al gruppo di società che compone l'organizzazione globale di gestione di investimenti che fornisce informazioni su prodotti e servizi in determinate giurisdizioni, ad eccezione dell'America settentrionale. Questa comunicazione non è diretta e non deve essere diretta a persone residenti negli Stati Uniti o ad altri soggetti residenti in paesi dove i fondi non sono autorizzati alla distribuzione o dove non è richiesta alcuna autorizzazione. Salva espressa indicazione in senso contrario, tutti i prodotti sono forniti da Fidelity International e tutte le opinioni espresse sono di Fidelity International. Fidelity, Fidelity International, il logo di Fidelity International e il simbolo "F" sono marchi registrati da FIL Limited. Fidelity Funds "FF" è una società di investimento a capitale variabile (OICVM) di diritto Lussemburghese multicomparto e con più classi di azioni. FIL Investment Management (Luxembourg) S.A. si riserva il diritto di risolvere gli accordi in essere per la distribuzione del comparto e/o delle sue azioni ai sensi dell'articolo 93a della Direttiva 2009/65/CE e dell'articolo 32a della Direttiva 2011/61/UE. Il preavviso di risoluzione verrà dato in Lussemburgo. Vi invitiamo ad ottenere informazioni dettagliate prima di prendere decisioni di investimento. Tali decisioni devono basarsi sul prospetto in vigore (in inglese e italiano) e sul KID (Documento contenente le informazioni chiave), in italiano, disponibile gratuitamente - assieme alle relazioni annuale e semestrale - su <https://www.fidelityinternational.com>, o presso il nostro Centro Europeo di Servizi in Lussemburgo, FIL (Luxembourg) S.A. 2a, rue Albert Borschette BP 2174 L-1021 Lussemburgo. Per gli investitori / investitori potenziali le informazioni sui rispettivi diritti relativamente a reclami e controversie sono disponibili al link: <https://www.fidelity-italia.it>. Fonte dati - © [2024] Morningstar, Inc. Tutti i diritti sono riservati. Le informazioni qui riportate: (1) sono di proprietà di Morningstar e/o dei relativi fornitori di contenuti; (2) non possono essere copiate né distribuite; e (3) non sono necessariamente accurate, complete o tempestive. Morningstar e i suoi fornitori di contenuto declinano qualsiasi responsabilità per eventuali danni o perdite derivanti dall'utilizzo di tali informazioni. Il presente materiale è pubblicato da FIL (Luxembourg) S.A., autorizzata e regolamentata dalla CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier).

SSO 26IT0603