

# Portfolio Outlook

## *Dicembre 2023*

Un report del team di Portfolio Management  
*Starting Finance Club Bocconi*



## Portfolio Outlook - Dicembre 2023

Sommario

<b>Macro Outlook .....</b>	<b>4</b>
Stati Uniti.....	4
Europa.....	4
Cina.....	4
Focus Conflitti.....	4
<b>Portfolio Allocation &amp; Performance .....</b>	<b>6</b>
<b>Equity.....</b>	<b>7</b>
A. Introduzione .....	7
B. Spiegazione prodotti e investimenti .....	7
iShares Core EURO STOXX 50 UCITS (CSSX5E) .....	7
iShares Core S&P 500 UCITS (CSSPX) .....	7
Xtrackers MSCI World Health Care UCITS (XDWH) .....	7
C. Possibilità future.....	8
D. Grafici .....	9
E. Riassunto Performance del Periodo (7/11/2023 – 8/12/2023).....	9
<b>Fixed Income.....</b>	<b>10</b>
A. Introduzione .....	10
B. Spiegazione prodotti e investimenti .....	10
iShares Govt Bond 15-30yr UCITS ETF .....	10
Lyxor Euro Government Bond 10-15Y (DR) UCITS ETF .....	10
iShares \$ Short Duration High Yield Corp Bond UCITS ETF.....	10
iShares \$ Ultrashort Bond UCITS ETF.....	11
C. Possibilità future.....	11
D. Grafici .....	12
E. Riassunto Performance del Periodo (7/11/2023 – 8/12/2023).....	12
<b>Currencies .....</b>	<b>13</b>
A. Introduzione .....	13
B. Spiegazione prodotti e investimenti .....	13
USDJPY Short .....	13
EURJPY Short .....	13
GBPUSD long .....	13
EURCNH short.....	13
C. Possibilità future.....	14
D. Grafici .....	14
Posizioni Aperte:.....	14
Posizioni Chiuse:.....	15
E. Riassunto Performance del Periodo (7/11/2023 – 8/12/2023).....	15
<b>Commodities .....</b>	<b>16</b>
A. Introduzione .....	16
B. Spiegazione prodotti e investimenti .....	16
Litio.....	16
Metalli Industriali .....	16
Rame.....	16

Gas Naturale.....	16
Uranio.....	17
Petrolio.....	17
C. Possibilità future.....	17
D. Grafici.....	18
E-Riassunto Performance del Periodo (7/11/2023 – 8/12/2023).....	18

## Authors

<i>Commodities</i>	<i>Currencies</i>	<i>Equity</i>	<i>Fixed Income</i>
<u>Team leaders:</u>	<u>Team leader:</u>	<u>Team leader:</u>	<u>Team leader:</u>
Andrea Giannattasio	Valentina Govigli	Giulio Davoli	Francesco Cassano
Luca Guatteri	<u>Membri:</u>	<u>Membri:</u>	<u>Membri:</u>
<u>Membri:</u>	Remus Besliu	Davide Saccone	Enrico Bronca
Massimo Biavardi	Maddalena Rossi	Elia Marenco	Giovanni Leopizzi
Lorenzo Bottinelli	Francesco Santoro	Giulia Faro	Luca Mozzo
Federico Mellace		Emanuele Gallorini	Simone Viero
Alessandro Monti		Luca Favazzo	
		Matteo Strollo	

### Heads of Portfolio Management:

Angelo Truono  
 Mattia Canta

# Macro Outlook

Negli ultimi anni, abbiamo assistito ad una serie di eventi straordinari: dall'avvento della pandemia da Covid-19 alla crisi energetica innescata dal conflitto tra Russia e Ucraina, fino all'escalation dei contrasti tra Israele e Palestina. Questi eventi hanno generato un'impennata dell'inflazione e stanno ridefinendo attivamente le politiche economiche mondiali.

## ***Stati Uniti***

Nonostante le preoccupazioni per una possibile recessione, gli Stati Uniti hanno mostrato una sorprendente crescita nel terzo trimestre del 2023. Tuttavia, l'inflazione rimane elevata, al 3,2% ad ottobre, per questo motivo la Federal Reserve ha deciso di mantenere i tassi d'interesse al livello massimo degli ultimi 22 anni, valutando attentamente i dati sull'inflazione per eventuali aggiustamenti futuri. Il crescente debito pubblico ha generato preoccupazioni, portando Moody's a modificare la prospettiva da "stabile" a "negativa". Nonostante un rallentamento nell'assunzione di posti di lavoro, i mercati azionari hanno reagito positivamente ai dati sull'occupazione, suggerendo una possibile pausa nei rialzi dei tassi.

## ***Europa***

L'area dell'euro si prepara a un significativo rallentamento della crescita del PIL reale. Le stime sono state riviste al ribasso a causa di una prospettiva meno favorevole dovuta a condizioni finanziarie più restrittive. La preoccupazione crescente riguarda la possibile recessione, evidenziata dal calo dell'economia dell'eurozona nel terzo trimestre. Tuttavia, si prevede una potenziale ripresa nel 2024 grazie alla domanda estera e all'aumento del reddito reale. Inoltre, il dato finale sull'inflazione nell'area euro di novembre, che ha registrato un incremento annuale solo del 2,4%, sotto le attese degli analisti, fa sperare in un primo ribasso dei tassi da parte della BCE già ad aprile.

## ***Cina***

Nonostante le aspettative di ripresa post-pandemica, l'economia cinese vive un rallentamento con segnali preoccupanti. La produzione manifatturiera è in calo, il settore immobiliare, tradizionalmente un pilastro dell'economia cinese, è in una fase negativa e le esportazioni stanno diminuendo, indicando una perdita di slancio nel percorso di ripresa. Tutto ciò ha portato Moody's ad abbassare le sue previsioni da "stabil" a "negative" anche per la Cina, lasciando però invariato il suo giudizio a lungo termine. Le aspettative del FMI, invece, indicano un tasso di crescita del PIL in leggero aumento nel 2023, ma con previsioni di rallentamento nel 2024. In Cina, si affronta il rischio della deflazione anziché dell'inflazione, con un'incapacità nel rianimare la domanda interna.

## ***Focus Conflitti***

La **guerra Israele-palestinese** sta avendo effetti e conseguenze assolutamente negativi sulla Cisgiordania e sviluppi drammatici per quanto riguarda la Striscia di Gaza con delle ripercussioni economiche globali che potrebbero colpire in maniera molto preoccupante le economie di alcuni dei paesi del Medio Oriente. Con l'apertura dei mercati statunitensi gli investitori hanno reagito con celerità ai rovinosi eventi di Israele, infatti i prezzi del petrolio greggio, dell'oro e del dollaro statunitense sono aumentati drasticamente, portando però, nel corso dei giorni successivi, ad una stabilizzazione di questo asset. Tuttavia, la situazione del petrolio potrebbe complicarsi se i maggiori produttori di oro nero decideranno di agire come hanno fatto durante la guerra dello Yom Kippur del 1973. In quella circostanza i paesi arabi dell'OPEC alzarono "artificialmente" il prezzo del greggio, in modo tale da arrestare le forniture ai paesi filoisraeliani attraverso un embargo petrolifero contro gli alleati di Israele. Per di più Israele e Palestina non sono i principali produttori di petrolio, ma con il proseguo del conflitto aumenteranno, di conseguenza, anche le

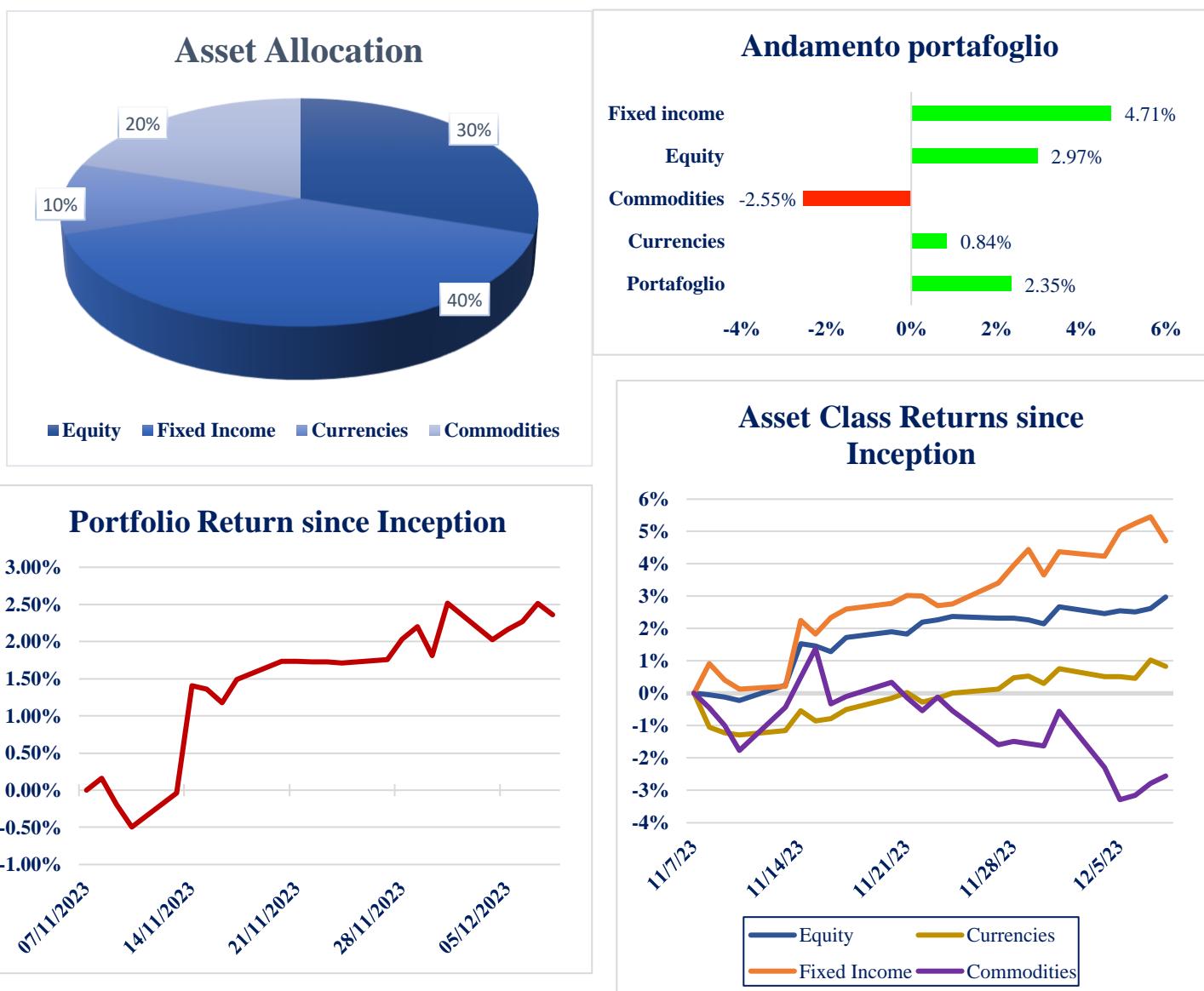
tensioni sulle prospettive dell'intero Medio Oriente, portando al coinvolgimento dell'Iran, settimo produttore al mondo. Tuttavia, i prezzi dell'"oro nero" faranno fatica a mantenersi saldi a fronte di una crisi prolungata. Per di più, la Banca d'Israele ha dichiarato di avere 30 miliardi di dollari utilizzabili per proteggere la sua valuta e potrebbe decidere di aumentare i tassi di interesse se si trovasse costretta ad affrontare un forte incremento dell'inflazione.

Anche la **guerra tra Russia e Ucraina** ha portato a conseguenze economiche non indifferenti. Tra i settori più colpiti ci sono sicuramente quello energetico, metallurgico, delle materie prime e dell'automotive. I due Paesi, come ben sappiamo, sono tra i principali esportatori di numerose commodities, particolarmente in ambito europeo, come il gas neon, il palladio o il Kripton che sono essenziali per la realizzazione di smartphone, chip e componenti tecnologiche varie. Inoltre, il Fondo Monetario Internazionale (FMI) ha asserito che a seguito di una forte ripresa nel corso del 2021, gli indicatori di medio termine prospettano un rallentamento dell'attività globale, stimando una crescita che si attesta sul 3,6% rispetto al 6,1% del precedente anno. Alla fine, i paesi europei sono quelli che hanno subito lo shock maggiore con Italia e Germania che sono fortemente subordinate alla Russia perché una fetta considerevole della produzione industriale tedesca e italiana dipende proprio dal gas importato da Mosca. Dal punto di vista statunitense, invece, l'autosufficienza energetica e i limitati scambi commerciali con la Russia hanno fatto in modo da non prevedere impatti molto forti sull'economia. In questo caso, infatti, il FMI ha tagliato le previsioni di crescita di appena lo 0,3%. L'America, per di più, si era confermata come il principale produttore di gas naturale al mondo già prima dello scoppio del conflitto esportando il prodotto in paesi come Cina, Giappone e Corea. Il risultato finale della collisione ha portato ad una Russia più indebolita e ad un'Europa più atlantista.

# Portfolio Allocation & Performance

Il progetto è iniziato in data 7 novembre 2023, quando il budget totale di \$ 1.000.000 è stato diviso come segue: 40% fixed income, 30% equity, 20% commodities e 10% currencies. Si è deciso di investire principalmente in ETF e di evitare l'acquisto di singoli titoli per aumentare la diversificazione ed il frazionamento del rischio. L'orizzonte temporale di riferimento è di breve-medio periodo e l'approccio agli investimenti è di tipo top-down: si parte da considerazioni macroeconomiche, settoriali e geografiche per poi individuare investimenti specifici.

Ogni divisione può procedere autonomamente ed ogni due settimane vi è un confronto generale. Dopo circa un mese, il portafoglio sta guadagnando il 2,35%: equity, fixed income e currencies stanno guadagnando rispettivamente il 2,97%, 4,71% e 0,84%. L'unica asset class in negativo è commodities, che perde il 2,55%.



# Equity

## A. Introduzione

La divisione Equity è stata dotata inizialmente di \$ 300.000,00 e per il loro impiego è stato deciso di effettuare investimenti in ETF ed evitare deliberatamente lo stock picking, con l'obiettivo di incrementare la diversificazione, ridurre il rischio ed utilizzare uno stile di investimento di tipo settoriale e macroeconomico.

Il team ha iniziato ad investire il 7 novembre 2023 e nel suo primo mese di attività ha deciso di allocare il 50% del capitale a disposizione in 3 ETF: CSSPX, CSSX5E e XDW. Inizialmente si è scelto di mantenere la restante quota di capitale sottoforma di liquidità per poter cogliere ulteriori opportunità di investimento. A seguito di alcune riflessioni è stato però poi deciso di destinare il restante 50% in modo proporzionale alle posizioni già detenute in portafoglio in attesa di una futura riallocazione su nuove posizioni.

Il portafoglio risulta esposto per più del 70% negli Stati Uniti, risultato prevedibile in quanto più della metà del capitale utilizzato è stato investito in un indice composto da aziende statunitensi (CSSPX). Anche per quanto riguarda l'indice healthcare (XDW), più della metà delle aziende è negli Stati Uniti, precisamente il 69,27%. Nella voce "altri", Svizzera, Spagna e Italia pesano più dell'1% ciascuno, mentre UK e Giappone sono di poco sotto.

Al momento della stesura del report l'asset class ha conseguito un rendimento complessivo del 2,97% presentando un current value di \$ 308.894,90.

## B. Spiegazione prodotti e investimenti

### *iShares Core EURO STOXX 50 UCITS (CSSX5E)*

CSSX5E è uno strumento che replica l'indice azionario EURO STOXX® 50 che segue le principali aziende dell'eurozona (80% tra Francia, Germania e Paesi Bassi) attive in settori industriali centrali per l'area (70% tra Finanza, Consumi Ciclici, Industria e Tecnologia). L'investimento in questo ETF è stato guidato dai recenti annunci delle banche centrali circa un primo stop agli innalzamenti dei tassi di interesse, scelta motivata dagli ottimi dati dell'inflazione di ottobre. L'ETF è stato acquistato in due tranches: 07/11/2023, 200 quote, \$ 159,57 l'una; 06/12/2023, 183 quote, \$ 173,61 l'una. Il rendimento complessivo delle due posizioni attualmente è rispettivamente di +9,71% e +0,84%.

### *iShares Core S&P 500 UCITS (CSSPX)*

Questo ETF replica l'andamento dell'indice azionario S&P500, basato sulle 500 aziende più grandi quotate in borsa negli Stati Uniti. In data 06/12, al fine di eliminare l'esposizione al cambio EUR-USD, è stata chiusa in profitto del 4,48% l'esistente posizione long acquistata il 07/11 con euro ed è stata aperta una nuova posizione in dollari per un totale di \$ 179.295,60, al momento in profitto del +0,84%. Al pari di CSSX5E, le ragioni di questo investimento risiedono nelle mosse recenti delle banche centrali che facendo presagire una futura riduzione dei tassi hanno fatto recuperare al mercato tutto il valore che aveva perso da luglio 2023.

### *Xtrackers MSCI World Health Care UCITS (XDW)*

XDW replica la performance dell'MSCI World Health Care Index, un indice che comprende società large e mid-cap del settore sanitario di paesi sviluppati. Le motivazioni dell'investimento risiedono nell'anticiclicità del settore e allo stesso tempo nelle dinamiche demografiche di molti paesi occidentali che suggeriscono la maggiore importanza che queste società avranno nel provvedere cure mediche avanzate. Il 07/11 è stata aperta una posizione long in euro, in seguito

convertita il 06/12 in dollari ottenendo un profitto del +2,89% su quella chiusa. Al momento la posizione in dollari sta perdendo lo 0,50%.

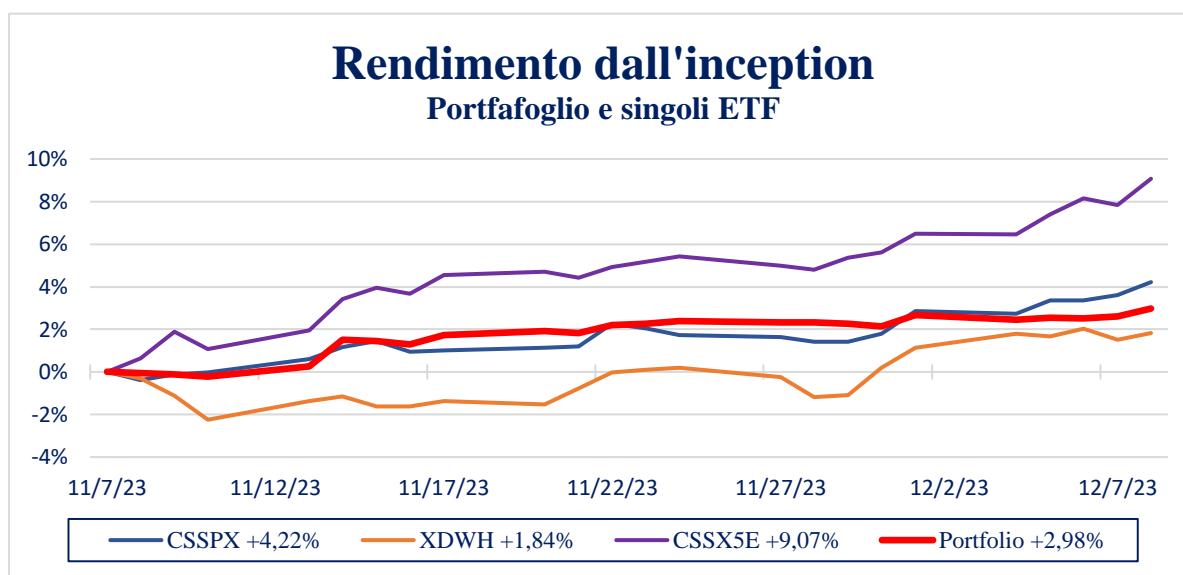
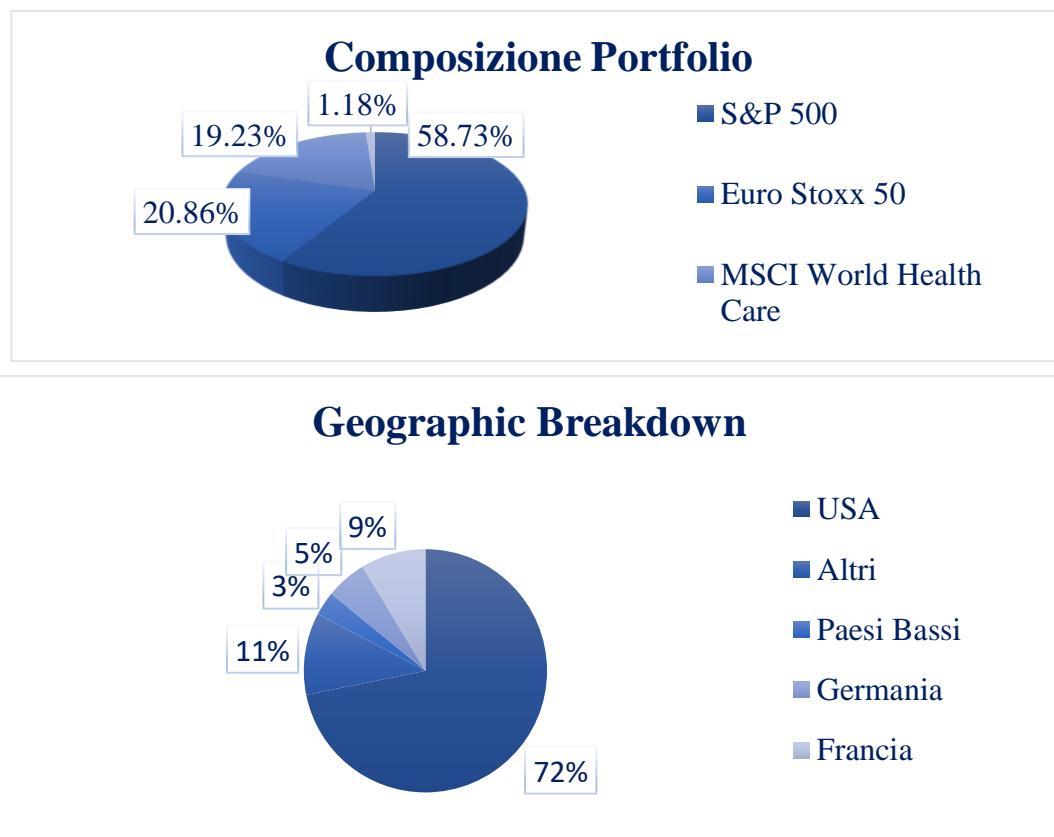
## C. Possibilità future

Volgendo lo sguardo al 2024, secondo gli analisti il mercato equities dovrebbe godere di tailwinds ed essere supportato dall'evoluzione delle condizioni macroeconomiche. Il processo di disinflazione dovrebbe continuare, con la core inflation che tornerà a livello target del 2%-2,5% entro fine 2024 secondo le stime di GS, che ha anche ridotto il rischio calcolato di recessione negli US al 15%. Per quanto riguarda i tailwinds, ci si aspetta una forte crescita del reddito familiare reale, unito a politiche economiche maggiormente accomodanti, sia dal punto di vista fiscale che monetario. In particolare, sempre gli analisti di Goldman Sachs si aspettano che i primi tagli ai tassi di interessi si verifichino nel secondo semestre del 2024. Per questi motivi, il team di equity si aspetta che le posizioni aperte nel portafoglio possano performare bene anche nel prossimo anno, anche se comunque bisognerà sempre tenere in considerazione le "valuations", che per alcuni settori potrebbero essere sopravvalutate dopo il rally azionario, soprattutto di inizio 2023. Ad esempio, il PE ratio dell'S&P500 è superiore rispetto all'equal weight index (indice che non tiene conto della capitalizzazione) e suggerisce che le mega-cap tech US stiano scontando già parte della crescita per il 2024 e per questo GS si aspetta per l'S&P una performance del 6% nel 2024.

Per quanto riguarda futuri scenari per il portafoglio di equity, si sta valutando da tempo un'esposizione al mercato azionario giapponese che ha annunciato una nuova riforma per l'inizio del 2024 relativa alla governance delle aziende quotate che dovrebbe incrementare valutazioni e profitti delle società giapponesi. A questo si aggiungono le previsioni di Bloomberg di un aumento del 1% del PIL giapponese nel 2024 e quelle di GS per un aumento del TOPIX index del 13% nel prossimo anno. Rimane tuttavia la preoccupazione legata alla politica monetaria giapponese, alle prese con l'abbandono dello yield curve control, che potrebbe avere impatti sia sulle valutazioni che sulla valuta. Per questo motivo, si valuta l'apertura di una posizione su un'ETF che replica il TOPIX index hedged in dollari.

Per quanto riguarda l'healthcare ci sono prospettive contrastanti. Secondo un sondaggio condotto da Deloitte solo il 3% dei dirigenti di sistemi sanitari si dice positivo per il 2024, mentre l'asset manager da 250bn di dollari Janus Henderson considera le azioni healthcare "at a discount" e quindi con prospettive di crescita per il prossimo anno. Sebbene, il team equity abbia assunto la posizione in funzione anticyclica e i rischi di recessione sembrino almeno per il momento scongiurati, la convinzione in questo settore rimane forte. Infatti, se il 2023 è stato l'anno dello sviluppo dell'infrastruttura dell'AI con NVIDIA e i suoi chips che hanno dominato il mercato, il 2024 si prospetta essere l'anno delle applicazioni dell'AI e il settore healthcare potrebbe essere uno di quelli che ne beneficerà maggiormente.

## D. Grafici



## E. Riassunto Performance del Periodo (7/11/2023 – 8/12/2023)

Rendimento Totale	Standard Deviation giornaliera	Max Drawdown	Best Return (CSSX5E)	Lower Return (XDWHL)	Sharpe Ratio Mensile (20 days)
2,98%	0,33%	-0,23%	9,07%	1,84%	1,53

# Fixed Income

## A. Introduzione

La sezione Fixed Income del portafoglio conta un capitale iniziale di 400.000\$ e si compone di quattro partecipazioni in ETF obbligazionari e di una marginale rimanenza di liquidità. All'8 dicembre 2023, ad un mese dagli investimenti iniziali decisi in data 07/11/2023, il rendimento complessivo è del 4,71%, per un valore attuale di 418.820\$.

Security	% holding	Purchase Price	Amount Invested	Value 08/12/2023
Ishares 15-30 (IBGL)	21%	€166,42	\$ 79.930,69	\$ 87.939,86
Lyxor 10-15 (DR)	40,37%	€181,94	\$ 160.038,50	\$ 169.075,68
High Yield (SDHY)	9,77%	\$85,58	\$ 39.928,11	\$ 40.908,78
Ultra Short (ERNA)	28,86%	\$5,60	\$ 120.064,00	\$ 120.857,28
Cash	0,01%		\$ 38,70	\$ 38,70
		<b>Total</b>	\$ 400.000,00	\$ 418.820,30

## B. Spiegazione prodotti e investimenti

### *iShares Govt Bond 15-30yr UCITS ETF*

Trattasi di un ETF obbligazionario che replica l'indice di riferimento Barclays Euro Government Bond 30yr Term ed investe dunque in treasury bond europei. L'ETF è a distribuzione. A livello geografico è principalmente esposto verso Francia, Germania, Italia e Spagna, presenta scadenza media ponderata a 21,60 anni e duration effettiva 16,04 anni. L'ETF è stato acquistato ad un prezzo iniziale di 166,42€ in data 07/11/2023, per un ammontare complessivo di 79.930\$. Attualmente, in data 08/12/2023, il prezzo è di 179,38€. Includendo l'esposizione al cambio (l'ETF è stato acquistato in euro con spot al 07/11/2023), e il pagamento dei coupon (l'ETF è a distribuzione), che reinvestiamo, la variazione complessiva dell'investimento è del +10,02%. Il Valore Attuale della posizione è 87.939\$.

### *Lyxor Euro Government Bond 10-15Y (DR) UCITS ETF*

Trattasi di un ETF obbligazionario che replica l'indice Barclays euro treasury 10-15 year. L'ETF è ad accumulo. Esso investe in titoli di stato europei ed è principalmente esposto a Italia, Francia, Germania e Spagna. Presenta duration effettiva pari a 9,94 anni. L'ETF è stato acquistato al prezzo iniziale 181,94€ in data 07/11/2023, per un ammontare complessivo di 160.038\$. Attualmente, in data 08/12/2023, il prezzo è di 190,91€. Includendo anche l'esposizione al cambio (l'ETF è stato acquistato in euro con spot 07/11/2023), la variazione complessiva dell'investimento è del +5,65%. Il Valore Attuale della posizione è 169.075\$.

### *iShares \$ Short Duration High Yield Corp Bond UCITS ETF*

Trattasi di un ETF obbligazionario che replica l'indice Markit iBoxx USD Liquid High Yield 0-5 Capped. L'ETF è a distribuzione. Esso investe in obbligazioni societarie ad alto rendimento quasi unicamente statunitensi ed è principalmente esposto ai settori dei beni ciclici. Presenta scadenza media ponderata pari a 2,79 anni. L'ETF è stato acquistato ad un prezzo iniziale di 85.58\$ in data 07/11/2023, per un ammontare complessivo di 39.928\$. Attualmente, in data 08/12/2023, il prezzo è di 87.44\$. Includendo anche il pagamento dei coupon (l'ETF è a distribuzione), che reinvestiamo, la variazione complessiva dell'investimento è del +2,46%. Il Valore Attuale della posizione è 40.908\$.

### ***iShares \$ Ultrashort Bond UCITS ETF***

Trattasi di un ETF obbligazionario che replica l'indice Markit iBoxx USD Liquid Investment Grade Ultrashort. L'ETF è ad accumulo. Esso investe in obbligazioni societarie Investment Grade prevalentemente statunitensi ed è principalmente esposto ai settori dei beni ciclici, dei beni non ciclici, bancario e tecnologico. Presenta scadenza media ponderata pari a 0,59 anni. L'ETF è stato acquistato ad un prezzo iniziale 5.60\$ in data 07/11/2023, per un ammontare complessivo di 120.064\$. Attualmente, in data 08/12/2023, il prezzo è di 5.64\$. Si registra dunque una variazione del +0.66%. Il Valore Attuale della posizione è 120.857\$.

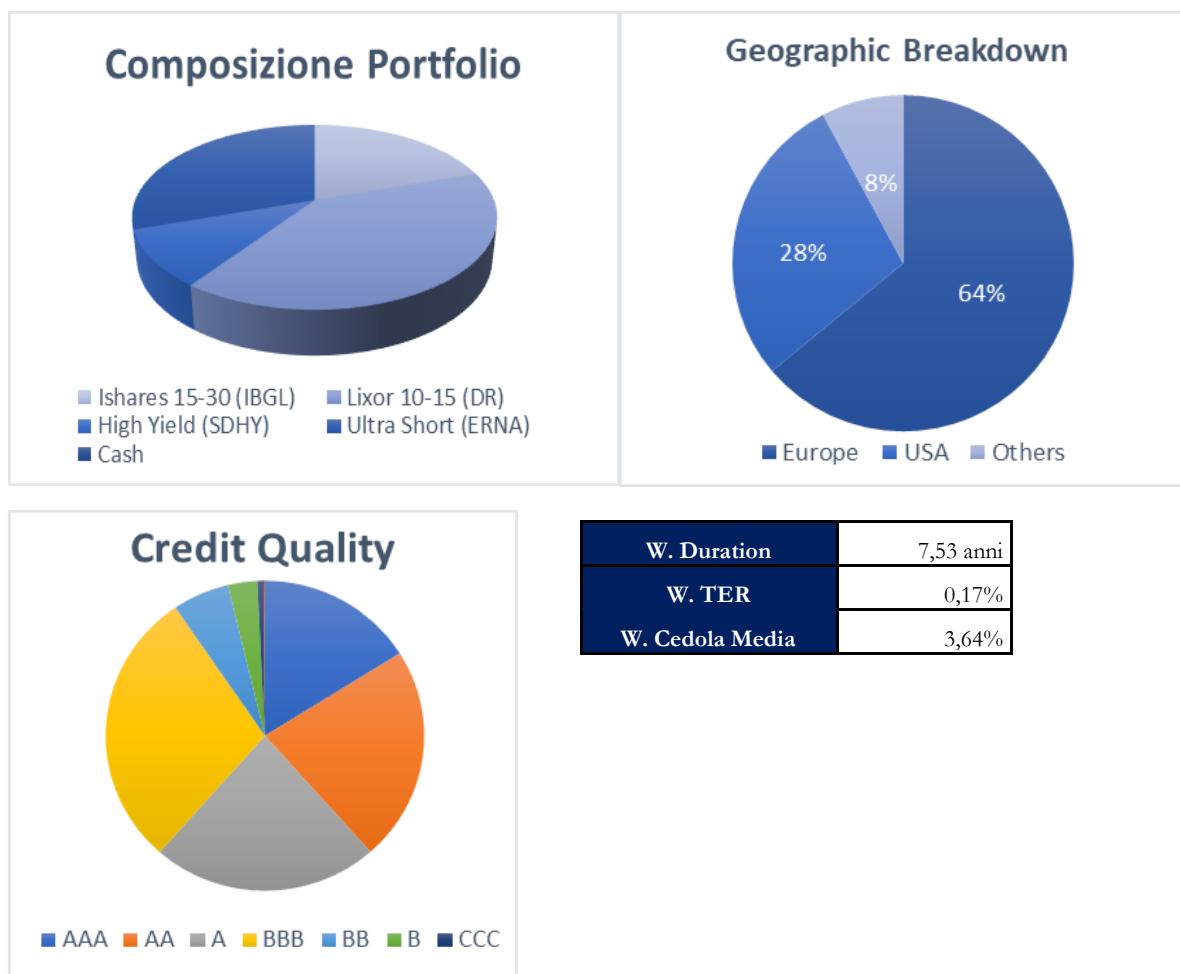
## **C. Possibilità future**

Negli **Stati Uniti** osserviamo una notevole contrazione mensile dei rendimenti a 10 anni dei Treasuries, con il mercato obbligazionario statunitense che a Novembre ha registrato la migliore performance mensile degli ultimi 40 anni. Nel breve termine ci aspettiamo un probabile rimbalzo, con outlook positivo a lungo termine invariato. Rimangono di importante considerazione le prospettive di crescita future globali e statunitensi, ad aumentato rischio di hard landing, e il rischio associato ad una ridotta domanda estera del debito Usa, con la Cina che ha ridotto il suo stock di debito statunitense ai minimi degli ultimi 14 [anni](#). Per quanto riguarda gli investimenti High Yield, il rischio di tassi a lungo termine eccessivamente elevati potrebbe creare eccessiva instabilità. La recente diminuzione dei tassi ha mitigato alcuni di questi rischi, con i prestiti ad imprese e consumatori che continuano a [resistere](#).

Passando all'**Europa**, ci attendiamo una diminuzione più marcata dei tassi, considerando le prospettive di una imminente recessione nel breve-medio termine, come sottolineato anche dall'ex presidente della BCE Mario Draghi. D'altro canto, la posizione della BCE rimane ferma nell'obiettivo dell'inflazione al 2%, con la Presidente Lagarde che non intravede ancora una diminuzione imminente dei [tassi](#). Nonostante il generale pessimismo dei [consumatori](#), lo scenario di un'inflazione persistente dovrebbe essere evitato, sia grazie ad un'importante azione di politica monetaria degli ultimi mesi (molto positivi i dati dell'inflazione ad ottobre e novembre), sia grazie all'assenza di un significativo *second round effect* nei [salari](#). Infine, il miglioramento dei rating dei debiti sovrani dell'Area Euro, specie nei paesi periferici, sta ulteriormente contribuendo alla performance del portafoglio.

Complessivamente, confermiamo la nostra idea iniziale di investimento. L'Outlook a lungo termine per il portafoglio è positivo, soprattutto per le posizioni in Europa a durata più alta. Con currencies si valuta l'hedging dell'FX risk.

## D. Grafici



## E. Riassunto Performance del Periodo (7/11/2023 – 8/12/2023)

Rendimento Totale	Standard Deviation (giornaliera)	Max Drawdown	Best Return (Ishares 15-30)	Lower Return (Ultrashort)	Sharpe Ratio Mensile (20 days)
4,71%	0,51%	-0,78%	10,02%	0,66%	1,70

# Currencies

## A. Introduzione

La sezione Currencies del portafoglio conta un capitale iniziale di 100.000\$ e attualmente si compone di due posizioni nei cambi EURJPY e GBPUSD e di una rimanenza di liquidità del 40%. Il rendimento complessivo è dello 0,841% - 840,87\$. Non tutto il capitale è stato investito in vista di possibili hedging necessari nei confronti di altre asset class e viste alcune posizioni che vorremo aprire in futuro e che stiamo monitorando. Inoltre, posizioni in USDJPY e EURCNH sono state chiuse il 4/12 rendendo in totale 507,03\$.

## B. Spiegazione prodotti e investimenti

### ***USDJPY Short***

Abbiamo aperto questa posizione per la nostra visione di un futuro apprezzamento dello Yen per causa di un allentamento e possibile futuro rilascio della YCC (yield curve control). La nostra posizione è stata aperta in un momento di incertezza, al livello di 150,76, dopo che la BOJ non è intervenuta per la seconda volta quando il cambio ha toccato la soglia critica di 150. Gli analisti prevedevano quando abbiamo aperto la nostra posizione che BOJ sarebbe intervenuta se il cambio avesse raggiunto il livello di 152-155, per questo potenziale intervento della BOJ inizialmente abbiamo deciso di posizionarci su questo cambio, che ha reso il 2,31%.

### ***EURJPY Short***

La nostra posizione è cambiata da USD/JPY a EUR/JPY il 3/12 avendo colto l'opportunità di mantenere la visione dell'apprezzamento dello Yen, potendo avere come controparte l'euro, moneta che si era apprezzata soprattutto in confronto al dollaro, dopo i dati sull'inflazione US. Inoltre, una crescita stagnante e un'inflazione più bassa nell'eurozona ci fanno credere che la BCE possa tagliare i tassi prima del previsto, perché una seconda ondata di inflazione, per il momento non si sta verificando. La nostra operazione al 08/12 ha reso il 2,29%, con un delta rispetto a USDJPY di +0,68%.

### ***GBPUSD long***

Con questo investimento intendiamo scommettere in un apprezzamento del Pound vis-a-vis il dollaro statunitense durante i prossimi meeting BoE, Fed, BCE. Il Regno Unito presenta un'inflazione più alta e più persistente degli US, dovuta anche all'aumento degli stipendi e dei prezzi nel mercato immobiliare. Una simile situazione ci permette di pensare che le aspettative economiche nel breve futuro, anche riguardo alle aspettative di un possibile taglio anticipato dei tassi statunitensi, portino ad un apprezzamento del Pound. Al 08/12 la posizione ha avuto un rendimento del -0,66%.

### ***EURCNH short***

Abbiamo speculato in un recupero dell'economia cinese dopo la crisi pandemica e immobiliare. La scelta di investire su EURCNH è stata dettata dalla volontà di evitare una visione dollaro centrica sul portafoglio e vedendo un maggiore margine di deprezzamento dell'euro. La posizione è stata aperta il 07/11 a 7,773 ed è stata chiusa il 04/12 a 7,748, rendendo il 0,32%. Elementi trainanti sono stati dati sull'inflazione europea e statunitense, entrambe migliori del previsto. La chiusura è stata determinata dal deterioramento del mercato oltre le nostre previsioni, come confermato il 5/12 dall'outlook negativo attribuito alla Cina da Moody's.

## C. Possibilità future

Per quanto riguarda la posizione GBPUSD sono cruciali i prossimi incontri FOMC e della BoE, per capire in che direzione si stiano muovendo le banche centrali in termini di politica monetaria. Gli ultimi dati (Ottobre 2023) riguardo l'inflazione di fondo riportano 4% per US e 5,7% per UK. In generale, se la differenza tra la situazione economica britannica e americana e tra le rispettive reattività alle politiche monetarie in atto dovessero persistere, ci aspettiamo che gli Stati Uniti riducano i tassi prima della Gran Bretagna, anche per evitare un hard landing, portando ad un apprezzamento del pound sul dollaro.

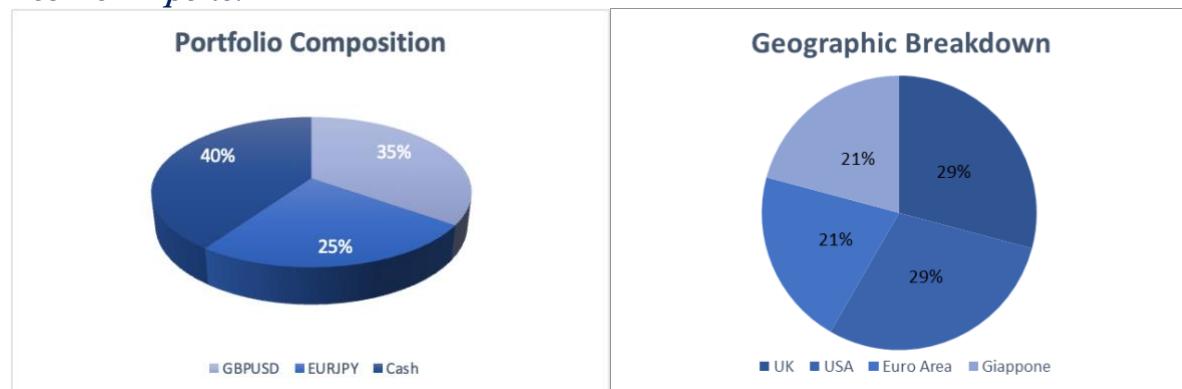
Per la posizione EURJPY ci aspettiamo un ulteriore deprezzamento, data la dichiarazione del 7/12 di Kazuo Ueda, che ha aperto a un possibile abbandono della YCC, ancora non annunciato, comunicando che un possibile inversione dei tassi sarà annunciata con poco preavviso, inoltre nelle dichiarazioni, Ueda, ha parlato di un cambio delle politiche economiche del paese da fine 2023, facendo deprezzare così il cambio del -1,72% nella giornata di questa dichiarazione. Inoltre, secondo i mercati swap, la Banca Centrale Europea potrebbe tagliare i tassi dello 0,25% entro giugno 2024, con ulteriori tagli previsti per il resto dell'anno. Nonostante dati positivi, la presidente della BCE invita alla prudenza. L'inflazione nell'eurozona potrebbe raggiungere il 3,5% a dicembre e rimanere sopra il 2% fino al 2025. La correzione dei prezzi dell'energia, scesi dell'11,2% YoY ad ottobre, è un fattore che invita alla cautela.

Inoltre, c'è una posizione in particolare che stiamo valutando di aprire. Sapendo che di solito un aumento nei rendimenti dei Treasury Bills americani porta a un aumento degli spread dei paesi emergenti attraverso la ridotta capacità dei debitori di ripagare i prestiti, abbiamo tenuto sott'occhio USDZAR. Questo cambio non è interessante solo per l'opportunità di spread tra tassi ma anche per l'influenza che le commodities hanno su di esso. Infatti, il Sud Africa è un produttore di oro, platino e carbone quindi cambiamenti nei prezzi di queste materie prime hanno un forte impatto sul bilancio del paese e quindi dello ZAR. Avendo visto come l'oro ha toccato i massimi storici potrebbe essere interessante valutare uno short USDZAR.

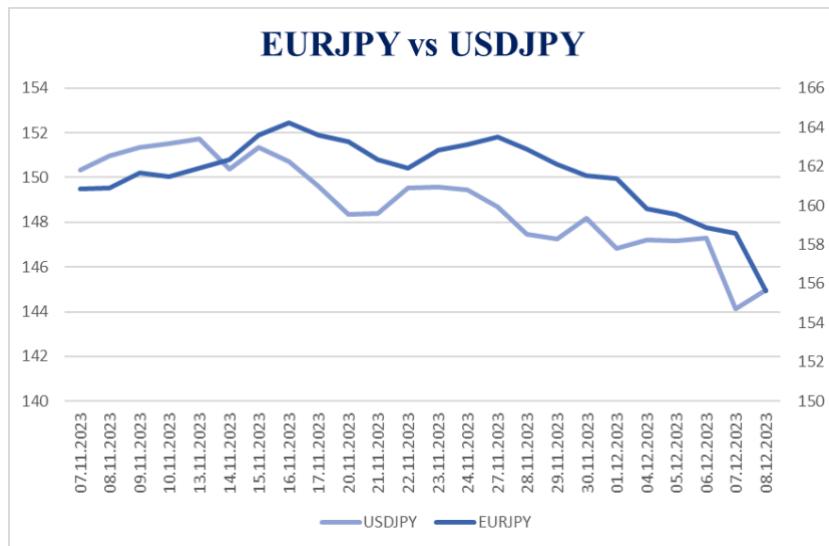
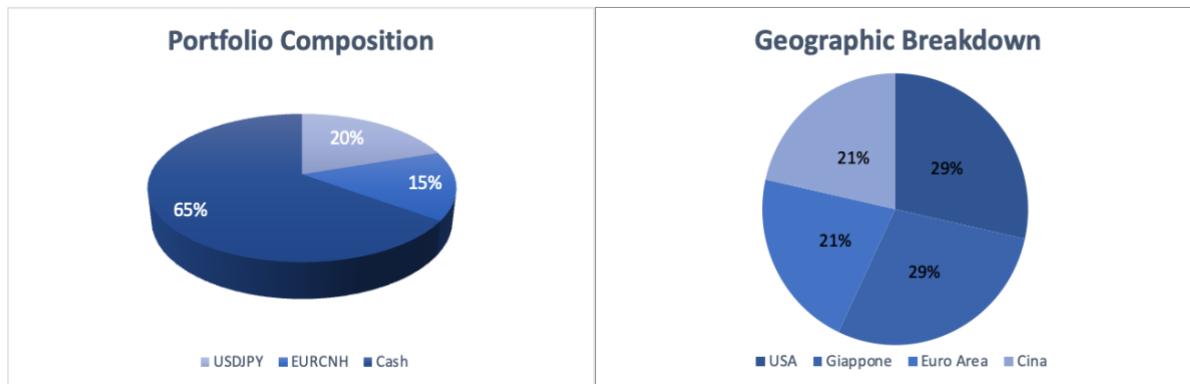
Stiamo monitorando in aggiunta, la posizione long sulla Cina per valutare un'eventuale riapertura della posizione. Sul fronte cinese, il problema più minaccioso continua ad essere la crisi immobiliare. Inoltre, gli ultimi dati dell'indice PMI manifatturiero (49,4 Novembre vs 49,5 ottobre) indicano la necessità di un intervento ancora più sostanzioso da parte del governo all'economia, data la debole domanda e il calo nel settore immobiliare. D'altra parte, il business sentiment si è rafforzato, toccando i livelli più alti da febbraio (55,8 vs 55,6).

## D. Grafici

### Posizioni Aperte:



## Posizioni Chiuse:



## E. Riassunto Performance del Periodo (7/11/2023 – 8/12/2023)

Rendimento Totale	Standard Deviation (giornaliera)	Max Drawdown	Best Return (EURJPY)	Worst Return (GBPUSD)	Sharpe Ratio Mensile (20 days)
0,962%	0,25%	-1,29%	2,54%	-0,52%	1,650

# Commodities

## A. Introduzione

Il capitale iniziale di \$200.000 è stato investito nel suo complesso in sei posizioni. Cinque di queste sono posizioni *long* con una prospettiva rialzista in ottica di lungo termine mentre la sesta è *short*. Le posizioni *long* ammontano all'80% del capitale iniziale e sono investite in: Litio (25%), Metalli Industriali (20%), Rame (10%), Gas Naturale (15%) e Uranio (10%). La posizione *short* è stata aperta sul petrolio vendendo allo scoperto un ammontare pari al 5% del capitale iniziale. Si è mantenuto una porzione in *cash* pari al 25%: il 5% derivante dalla vendita allo scoperto sul petrolio e il rimanente 20% è stato mantenuto liquido sia per far fronte a possibili investimenti futuri sia per replicare una garanzia che sarebbe richiesta in un sistema di margini con una controparte centrale (in quanto si è esposti sul Gas Naturale tramite *futures*).

Durante il periodo di riferimento (7/11/2023-10/12/2023) l'asset class ha registrato un rendimento complessivo del -2,55% dovuto principalmente alla posizione in perdita sul Gas Naturale. Pertanto, il valore di mercato attuale dell'asset class è sceso a \$194.899,83.

## B. Spiegazione prodotti e investimenti

### *Litio*

Il **Global X Lithium & Battery Tech ETF** traccia l'indice "Solactive Global Lithium" che investe nell'intera *supply chain* dall'estrazione alla produzione di batterie. Geograficamente le principali esposizioni sono su Cina, USA e Australia. La posizione è motivata dal rapido sviluppo del mercato dei veicoli elettrici e dalla transizione dell'UE verso veicoli a motore elettrico entro il 2035, insieme ai problemi del Cile rispetto al mantenimento energetico e allo sfruttamento idrico dei siti di estrazione. La performance sul periodo è di -1,90%, causata dagli ultimi risultati deludenti dei produttori dovuti principalmente a ribassi dei prezzi del Litio.

### *Metalli Industriali*

Il **WisdomTree Industrial Metals ETC** replica l'indice "Bloomberg Industrial Metals" che a sua volta è esposto, tramite *futures* sulle scadenze più lunghe, su alluminio, rame, nickel e zinco. La posizione è motivata principalmente dall'importanza cruciale di questi materiali per la transizione energetica, dalla ripresa attesa della Cina, il più importante importatore e consumatore di materie prime al mondo, e dalle stime sul futuro aumento della domanda complessiva di Metalli Industriali a 6 milioni di tonnellate, entro il 2030. La performance sul periodo è di -2,78% causata principalmente dall'attuale situazione di difficoltà della Cina.

### *Rame*

Il **WisdomTree Copper ETC** replica l'indice "Bloomberg Copper" che a sua volta è esposto, tramite *futures*, sul rame. La posizione è motivata dal probabile aumento della domanda, spinta dalla sua centralità nel processo di transizione energetica in quanto ottimo conduttore, e dai numerosi problemi nelle regioni minerarie di Cina e Perù (che ricoprono circa il 40% dell'offerta mondiale). Le difficoltà impediranno all'offerta di crescere alla stessa velocità della domanda. La performance sul periodo è di 3,87% dovuta principalmente alle criticità sul lato dell'offerta che hanno portato alla chiusura di una miniera a Panama.

### *Gas Naturale*

Il **Future Gas Naturale Dec2023** consente di esporsi direttamente sulla materia prima fissando a pronti il prezzo alla data di scadenza. La posizione è motivata dalle previsioni metereologiche più rigide durante l'inverno che ci si aspetta portino ad un aumento della domanda. Inoltre, nel lungo

periodo, la domanda rimane resiliente grazie all'utilizzo intensivo di Gas Naturale del comparto industriale. La performance sul periodo è di -18,85% dovuta principalmente al fatto che gli US hanno un abbondante quantitativo di gas in stoccaggio.

### **Uranio**

Il **VanEck Uranium and Nuclear Technologies UCITS ETF** traccia l'indice "Global Uranium and Nuclear Energy Infrastructure Index" che investe nell'intera *supply chain*. L'ETF è principalmente esposto geograficamente su Canada, USA e Giappone, mentre settorialmente in energia e beni industriali. La posizione è motivata dal fatto che rappresenta un sostituto delle tradizionali fonti energetiche, dalle aspettative di crescita della domanda entro il 2030 e dalla volontà dell'EU di raggiungere l'indipendenza energetica. La performance sul periodo è di 5,22% dovuta principalmente alla crescita di Cameco e BWX le aziende con le quote maggiori.

### **Petrolio**

Il **Wisdomtree Wti Crude Oil ETC** replica l'indice "Bloomberg WTI Crude Oil Multi-Tenor Index" che traccia la performance di un paniere equi pesato di 3 *futures* su diverse scadenze. L'esposizione geografica è limitata agli US ma è influenzato da dinamiche internazionali. La posizione *short* è motivata dall'attenuarsi del premio al rischio al conflitto in Medio Oriente, dalla massiccia produzione di greggio in USA, dalla debole domanda interna in Cina, e dalla scarsa unione di intenti sui tagli da parte dei membri dell'OPEC+. La performance sul periodo è di 7,45% dovuta principalmente alla realizzazione della *view* ribassista sopra motivata.

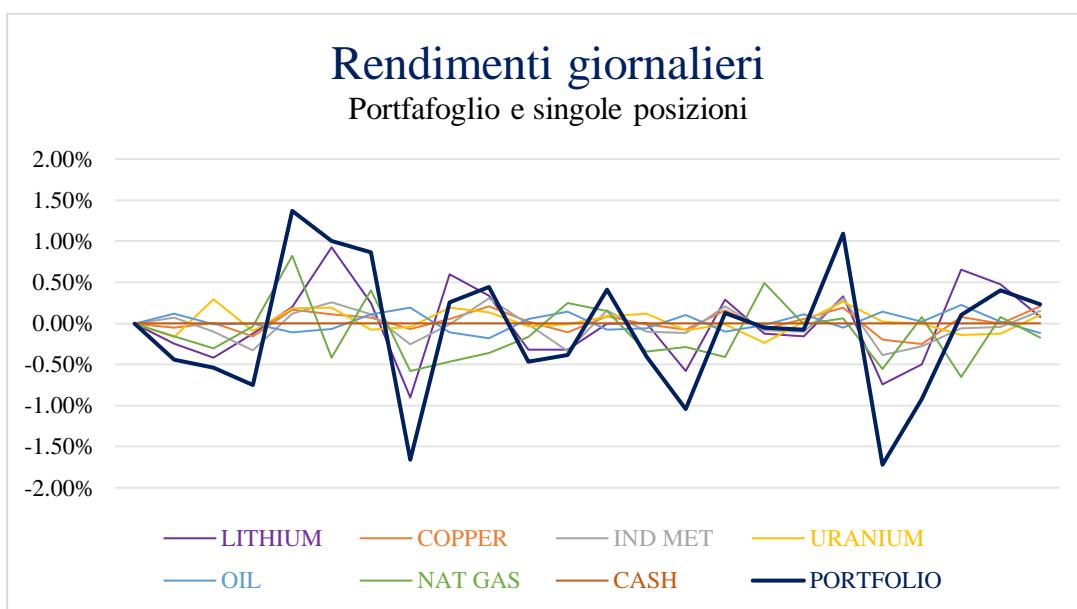
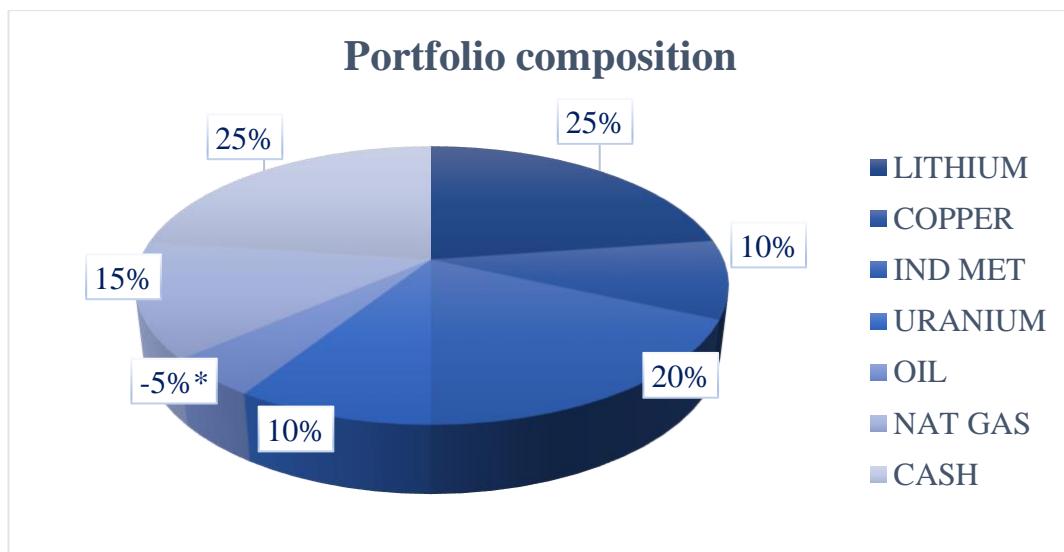
## **C. Possibilità future**

Per quanto riguarda gli sviluppi futuri del portafoglio, l'idea è di liquidare la posizione *short* sul Petrolio e ridurre l'esposizione sui Metalli Industriali, per limitare la doppia esposizione sul Rame. Inoltre, si sta valutando l'idea di ridurre l'esposizione sul Litio poiché il fenomeno della *greenflation*, ovvero l'aumento generalizzato dei prezzi causato da un brusco aumento sulla domanda di materie prime e prodotti dedicati alla transizione energetica, ad oggi non sembra avverarsi (come testimoniato anche da uno studio di Goldman Sachs Global Investment Research).

Infine, per quanto riguarda l'esposizione sul Gas Naturale, sarà necessario fare *rolling* della posizione sulla scadenza di gennaio, in modo tale da mantenere l'esposizione sul Gas Naturale (senza incorrere nel regolamento per *physical delivery*) visto che per gennaio ci si attende sia un aumento del prezzo sia maggiori volumi di *trading*. Successivamente, in base alle performance del periodo si deciderà se mantenere la posizione per un'altra mensilità o chiuderla definitivamente. Per quanto riguarda le nuove possibili opportunità di investimento, si stanno valutando:

- **Zucchero:** in quanto la sua domanda aumenta vertiginosamente durante i periodi di festa e poiché, dal lato dell'offerta, vi sono forti rallentamenti a causa di problemi di siccità in India e di difficoltà logistiche nelle esportazioni dal Brasile.
- **Oro:** in quanto, avendo recentemente registrato un forte rally nei prezzi che lo ha portato a raggiungere i massimi (\$2.100/uncia), si stanno ancora analizzando i principali driver del trend come l'indebolimento del dollaro, la diminuzione dei tassi reali e le crisi geopolitiche al fine di comprendere se il prezzo possa continuare a salire oppure se abbia raggiunto un picco a seguito del quale è destinato a scendere.

## D. Grafici



## E-Riassunto Performance del Periodo (7/11/2023 – 8/12/2023)

Rendimento Totale	Standard Deviation (giornaliera)	Max Drawdown	Best Return (Uranium)	Worst Return (Natural Gas)	Sharpe Ratio Mensile (20 days)
-2,55%	0,81%	-5,00%	0,22%	-0,90%	-0,7064