

# Sfruttare il carry delle materie prime

Pubblicato il 30 aprile 2025

**Luca Berlanda**

Associate Director, Quantitative Research at WisdomTree in Europe

## Principali insegnamenti

- La struttura delle curve dei future su commodity rivela informazioni essenziali per la selezione delle materie prime e delle scadenze dei contratti.
- L'esperienza dimostra che investire in contratti differiti (con scadenza a 3, 6 o 12 mesi) offre in genere rendimenti superiori rispetto ai contratti front month, principalmente grazie ai minori costi di carry.
- La strategia Commodity Carry di WisdomTree bilancia efficacemente liquidità e performance allocando sistematicamente il 60% a contratti differiti a 3 mesi, il 30% a contratti differiti a 6 mesi e il 10% a contratti differiti a 12 mesi, cogliendo i premi di carry e gestendo al contempo la liquidità.
- Il **WisdomTree Enhanced Commodity Carry ETC** attua una strategia sistematica e market neutral (posizione lunga su future differiti, posizione corta su future front month), offrendo rendimenti costanti e fornendo una fonte distinta di alfa non correlata ai movimenti direzionali dei prezzi delle materie prime.
- Prodotti correlati WisdomTree Enhanced Commodity Carry Scopri di più

## La scelta del contratto è importante

Una delle caratteristiche più importanti dei mercati dei future è la forma della relativa curva, ovvero la struttura dei prezzi corrispondenti alle diverse date di consegna. La forma di tale curva fornisce molti dati.

Le informazioni ricavabili possono essere utilizzate in due modi principali. Possono aiutare gli investitori a scegliere le commodity, ovvero a decidere quali materie prime sovraperponderare e quali sottoperponderare in base alla forma delle relative curve dei future. Questo è l'elemento più comunemente affrontato nella ricerca accademica, che si è concentrata ampiamente sull'identificazione e la quantificazione delle opportunità di roll yield attraverso la selezione trasversale delle commodity.

Un aspetto che è stato in qualche modo trascurato nella letteratura accademica è l'importanza della selezione dei contratti nell'ambito di una singola materia prima. In altre parole, scegliere in quale punto della curva investire. Gli addetti ai lavori hanno recentemente iniziato a colmare questa lacuna introducendo strategie che favoriscono i contratti differiti, il cui costo di carry è spesso inferiore.

## I vantaggi dei contratti differiti

Per un future su commodity, il costo di carry rappresenta il guadagno o la perdita derivante dal possesso di un contratto future fino alla sua scadenza, indipendentemente da qualsiasi guadagno o perdita associati

alla materia prima fisica stessa. In genere, quando il prezzo dei future supera il prezzo spot, il costo di carry *atteso* diventa negativo dal punto di vista dell'investitore. Questo implica che, se la forma della curva rimane invariata, mantenere una posizione nei future porterà a perdite nel corso del tempo.

Il costo di carry *riflette* solitamente il costo totale associato al possesso di una posizione nei future fino alla scadenza e comprende i costi di stoccaggio, assicurazione e finanziamento, compensati dall'eventuale *convenience yield*<sup>1</sup> (ovvero il costo di carry per quella materia prima *fisica*). Per chi investe in future, un costo di carry elevato significa che il semplice rolling di una posizione in future può erodere i rendimenti nel tempo, anche se il prezzo spot rimane invariato.

### Figura 1: Performance dei contratti differiti rispetto a quelli front month

Fonte: WisdomTree, Bloomberg. La tabella mostra la differenza tra la performance annualizzata della strategia BCOM front month per ciascuna materia prima del paniere del BCOM (ad eccezione dell'oro e dell'argento) e quella della corrispondente strategia basata su contratti differiti. Gli indici differiti a 3 e 6 mesi sono indici Bloomberg, mentre gli indici differiti a 12 mesi sono indici S&P GSCI. La data di inizio per la colonna a 3 mesi è il 3/01/2000; la data di inizio per la colonna a 6 mesi è il 2/01/2001; la data di inizio per la colonna a 12 mesi è il 12/12/2010. La data di fine è il 2/04/2025. **La performance storica non è indicativa di quella futura e qualsiasi investimento può diminuire di valore.**

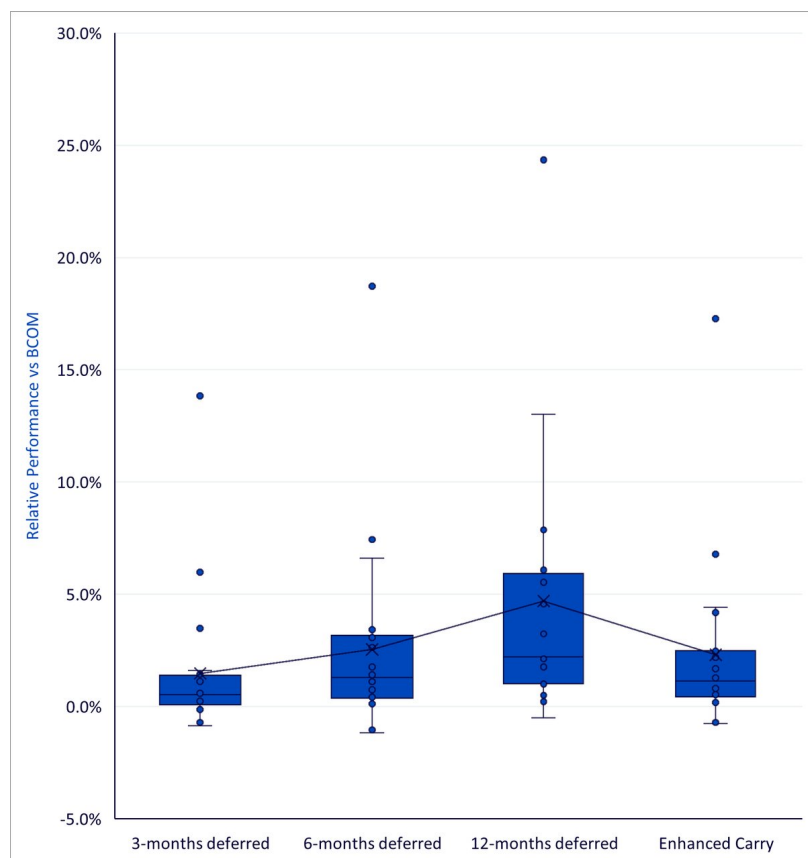
Storicamente, il costo di carry nella parte iniziale della curva dei future su commodity è significativamente più elevato rispetto alle scadenze più lunghe. In altri termini, a parità di materia prima, detenere contratti future front month ha prodotto performance peggiori rispetto al possesso di contratti differiti. A ciò concorrono diverse ragioni teoriche, tra cui maggiori spese di stoccaggio annualizzate nei periodi iniziali, un *convenience yield* che diminuisce con l'allungarsi delle scadenze appiattendolo la curva e attività di copertura e speculative concentrate nei contratti front month.

Da un punto di vista empirico, investire in contratti differiti ha dimostrato vantaggi significativi. La figura 1 mostra la differenza, in termini di performance annualizzata, tra i contratti differiti e quelli front month, utilizzando come riferimento le materie prime del Bloomberg Commodity Index ex-Precious Metals (BCOMXPM)<sup>2</sup>.

Ad eccezione della farina di soia e del diesel ULS a 12 mesi, tutte le materie prime analizzate hanno registrato una performance superiore quando gli investitori hanno abbandonato i contratti front month a favore di scadenze differite. Questo conferma la presenza di un premio di carry incorporato nella struttura delle curve dei future su commodity e dimostra che è preferibile assumere posizioni più lontane lungo le stesse, in corrispondenza delle quali il costo del carry tende a essere più basso. L'effetto è particolarmente pronunciato per materie prime quali il gas naturale, le cui caratteristiche strutturali, come l'elevata stagionalità, la volatilità dei prezzi spot e i vincoli di stoccaggio, hanno storicamente contribuito a un contango molto marcato e quindi a un roll yield significativamente negativo nei mesi più prossimi.

Inoltre, il premio associato al carry tende ad aumentare con la scadenza: più lungo è il differimento (ovvero se si passa da contratti differiti a 3 mesi a quelli a 6 e 12 mesi), maggiore è la sovraperformance media. La figura 2 mostra la performance relativa annualizzata dei contratti differiti rispetto a quelli BCOM front

month, allineando la data di inizio di ciascuna materia prima per effettuare un confronto equo. Si può notare come la sovraperformance cresca sistematicamente all'aumentare del differimento, rafforzando l'idea che assumere una posizione più lontana sulla curva possa migliorare i rendimenti.



## Cogliere il premio

Per cogliere questo premio, WisdomTree ha recentemente lanciato il **WisdomTree Enhanced Commodity Carry ETC (CRRY)3**, che replica il BNP Paribas Enhanced Commodity Carry Total Return Index.

L'indice mira a isolare e cogliere il premio assumendo posizioni corte su future front month (con costi di carry elevati) e posizioni lunghe su un paniere di contratti differiti (con costi di carry inferiori), utilizzando le stesse ponderazioni delle materie prime del BCOM ex-Precious Metals sia sulla parte lunga che su quella corta.

Come si costruisce la parte lunga? La performance non è l'unico fattore da prendere in considerazione; infatti, anche la liquidità è importante. Sebbene i contratti differiti offrano un carry migliore, sono generalmente meno liquidi. Per bilanciare queste considerazioni, la parte lunga dell'indice è suddivisa in modo strategico per ogni commodity, applicando la stessa struttura di differimento in modo coerente all'intero paniere:

- 60% in contratti differiti a 3 mesi;
- 30% in contratti differiti a 6 mesi;

- 10% in contratti differiti a 12 mesi.

Possiamo vedere i risultati ottenuti con questa regola di selezione dei contratti nell'ultima colonna della Figura 2, dove ogni punto rappresenta la sovraperformance della strategia migliorata rispetto al contratto BCOM front month. Sebbene vi sia un leggero compromesso in termini di performance rispetto all'utilizzo dei soli contratti più differiti, quasi tutte le materie prime hanno comunque generato rendimenti superiori con un ampio margine rispetto al posizionamento front month. Questo evidenzia quanto un approccio di differimento bilanciato sia efficace per cogliere il premio offerto dal carry, gestendo al contempo le considerazioni di liquidità.

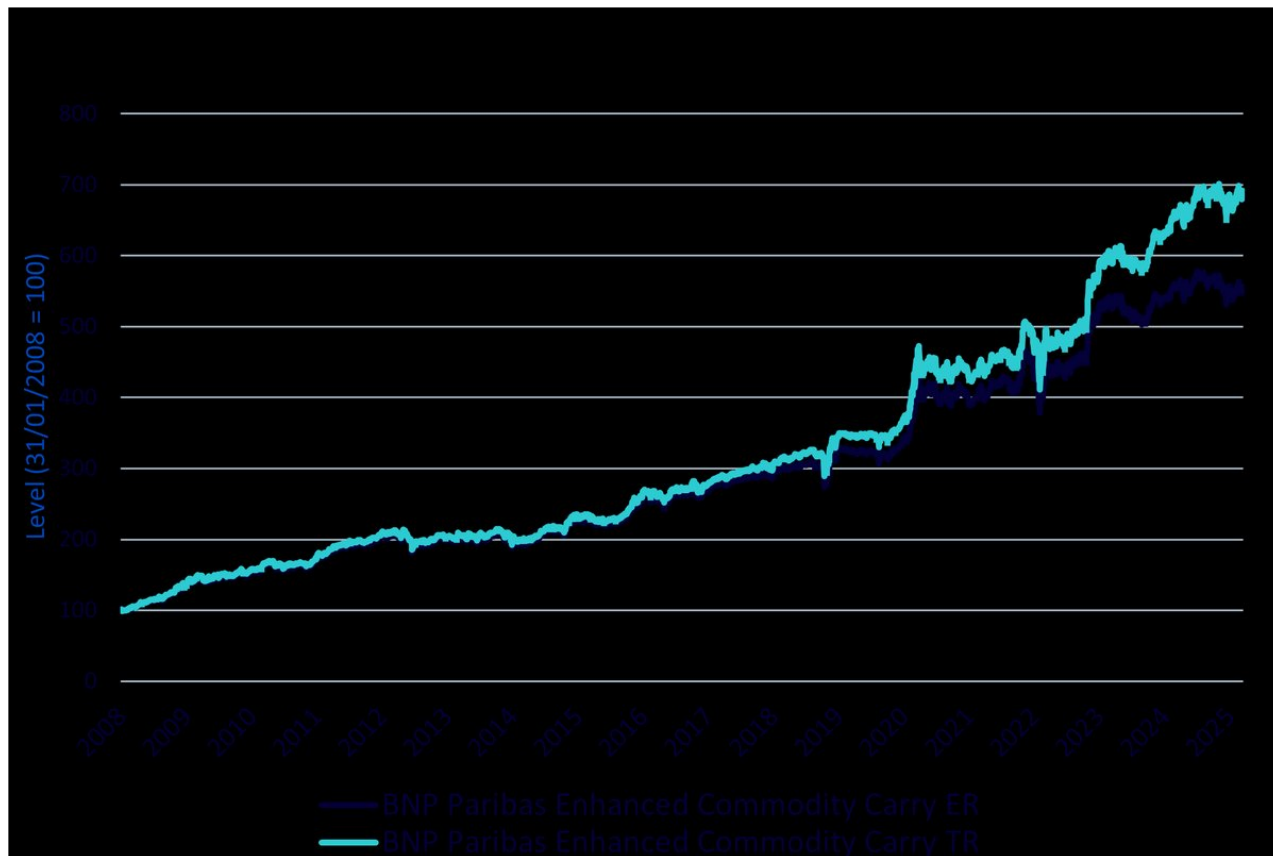
La parte corta, in cui la liquidità è meno preoccupante grazie ai volumi di negoziazione più elevati, investe interamente in contratti future front month.

L'indice applica una leva 3x su entrambe le parti, azzerata mensilmente, per cogliere e amplificare efficacemente il differenziale di carry<sup>4</sup>.

### **Rappresentazione visiva della strategia**

La figura 3 illustra la performance storica della strategia negli ultimi 17 anni. Ciò che spicca è la costanza dei rendimenti, soprattutto durante i periodi di stress dei mercati (ad esempio dopo la pandemia di COVID-19). La strategia tende a sottoperformare quando la parte anteriore della curva registra un rapido rally, come si è visto durante lo shock inflazionistico dell'inizio del 2022, ma nel complesso offre rendimenti solidi.

Questa strategia sistematica e basata su regole coglie in modo efficiente il roll yield e fornisce una fonte di alfa distinta e a bassa correlazione nel settore delle materie prime.



In un panorama di investimento in cui le fonti di alfa sono sempre più scarse, il **WisdomTree Enhanced Commodity Carry ETC** offre un approccio differenziato e basato sui dati per sfruttare le dinamiche strutturali dei prezzi nei mercati dei future. Concentrandosi sul “dove” investire lungo la curva, e non solo sul “cosa”, questa strategia offre agli investitori un modo elegante per diversificare i flussi di rendimento senza tentare di indovinare la direzione che le materie prime seguiranno.

1Questa definizione si basa sulla “Teoria dello stoccaggio”, ampiamente accettata e sostenuta da dati empirici, che spiega il prezzo dei future su commodity concentrandosi sui costi e i benefici della detenzione di materie prime fisiche. Sebbene ci siano altre teorie che tentano di spiegare la forma della curva, esse esulano dall'ambito della presente discussione.

2L'oro e l'argento sono esclusi a causa della forma estremamente efficiente della loro curva.

3ETC = exchange-traded commodity.

4Gestione del rischio - un meccanismo di floor integrato garantisce un'esposizione delta-1, così che il livello dell'indice non diventi mai negativo.

## Important Risks Related to this Article

### INFORMAZIONI IMPORTANTI

**Comunicazioni di marketing emesse all'interno dello Spazio economico europeo ("SEE")** Il presente documento è stato emesso e approvato da WisdomTree Ireland Limited, società autorizzata e regolamentata dalla Central Bank of Ireland. **Comunicazioni di marketing emesse in giurisdizioni non appartenenti al SEE:** Il presente documento è stato emesso e approvato da WisdomTree UK Limited, società autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority del Regno Unito. Per fare riferimento a WisdomTree Ireland Limited e a WisdomTree UK Limited si utilizza per entrambe la denominazione "WisdomTree" (come applicabile). La nostra politica sui conflitti d'interesse e il nostro inventario sono disponibili su richiesta. Questa comunicazione di marketing è stata predisposta per investitori professionali; tuttavia, in alcune giurisdizioni i prodotti WisdomTree descritti in questo documento potrebbero essere disponibili per qualsiasi investitore, nel rispetto delle leggi e dei regolamenti applicabili. Poiché il prodotto potrebbe non essere autorizzato o la sua offerta potrebbe essere limitata in alcune giurisdizioni, spetta a ciascuna persona o entità accertarsi di agire in piena osservanza delle leggi e delle normative vigenti nella giurisdizione pertinente. Prima di effettuare una richiesta di sottoscrizione si consiglia agli investitori di ottenere tutta la consulenza legale, fiscale e di investimento necessaria in merito alle conseguenze di un investimento nei prodotti. I rendimenti ottenuti nel passato non sono un'indicazione affidabile dei rendimenti futuri. I rendimenti storici ricompresi nel presente documento potrebbero essere basati sul back test, ossia la procedura di valutazione di una strategia d'investimento, che viene applicata ai dati storici per simulare quali sarebbero stati i rendimenti di tale strategia. I rendimenti basati su back test sono puramente ipotetici e vengono forniti nel presente documento a soli fini informativi. I dati basati sul back test non rappresentano rendimenti effettivi e non devono intendersi come un'indicazione di rendimenti effettivi o futuri. Il valore di un investimento potrebbe essere oggetto di oscillazioni dei tassi di cambio. Qualsiasi decisione d'investimento deve essere basata sulle informazioni contenute nel Prospetto informativo di riferimento e deve essere presa dopo aver richiesto il parere di un consulente d'investimento, fiscale e legale indipendente. I suddetti prodotti potrebbero non essere disponibili nel Suo mercato o adatti alle Sue esigenze. Il contenuto del presente documento non costituisce una consulenza in materia di investimenti, né un'offerta di vendita o una sollecitazione di un'offerta di acquisto di un prodotto o di sottoscrizione di un investimento. Un investimento in exchange-traded product ("ETP") dipende dalla performance dell'indice sottostante, sottratti i costi, ma difficilmente replicherà la performance dell'indice con assoluta precisione. I prodotti ETP comportano numerosi rischi inclusi, tra gli altri, rischi generali di mercato correlati all'indice sottostante di riferimento, rischi di credito riferiti al provider degli swap sull'indice utilizzati nell'ETP, rischi di cambio, rischi da tasso d'interesse, rischi d'inflazione, rischi di liquidità, rischi legali e normativi. Le informazioni contenute nel presente documento non sono, e in nessun caso devono essere interpretate come, un annuncio pubblicitario o un altro strumento di promozione di un'offerta pubblica di azioni negli Stati Uniti o in qualsiasi provincia o territorio degli stessi, laddove nessuno degli emittenti o dei relativi prodotti sia autorizzato o registrato per la distribuzione e laddove nessun prospetto di uno qualsiasi degli emittenti sia stato depositato presso una commissione di vigilanza o autorità di regolamentazione. Nessun documento, o informazione contenuta nel presente documento, deve essere estrapolato, trasmesso o

distribuito (direttamente o indirettamente) negli Stati Uniti. Nessuno degli Emittenti né alcun titolo da essi emesso sono stati o saranno registrati ai sensi dello United States Securities Act del 1933 o dell'Investment Company Act del 1940 o qualificati ai sensi di qualsiasi legge statale sui titoli applicabile. Il presente documento può contenere commenti indipendenti sul mercato redatti da WisdomTree sulla base delle informazioni disponibili al pubblico. Benché WisdomTree si adoperi per garantire l'esattezza del contenuto del presente documento, WisdomTree non garantisce né assicura la sua esattezza o correttezza. Qualsiasi terzo fornitore di dati di cui ci si avvalga per reperire le informazioni contenute nel presente documento non rilascia alcuna garanzia o dichiarazione di sorta in relazione ai suddetti dati. Laddove WisdomTree abbia espresso dei pareri relativamente al prodotto o all'attività di mercato, si ricorda che tali pareri possono cambiare. Né WisdomTree, né alcuna consociata, né alcuno dei rispettivi funzionari, amministratori, partner o dipendenti, accetta alcuna responsabilità per qualsiasi perdita, diretta o indiretta, derivante dall'utilizzo del presente documento o del suo contenuto. Il presente documento può contenere dichiarazioni previsionali, comprese dichiarazioni riguardanti le nostre convinzioni o le nostre attuali aspettative in relazione alla performance di determinate classi di attività e/o settori. Le dichiarazioni previsionali sono soggette a determinati rischi, incertezze e ipotesi. Non vi è alcuna garanzia che tali dichiarazioni siano esatte, e i risultati effettivi possano discostarsi significativamente da quelli previsti in dette dichiarazioni. WisdomTree raccomanda vivamente di non fare indebito affidamento sulle summenzionate dichiarazioni previsionali. WisdomTree Multi Asset Issuer PLC

WisdomTree Multi Asset Issuer PLC ("Emittente"), da parte sua, emette dei prodotti ai sensi di un Prospetto ("WTMA Boost") approvato dalla Banca Centrale d'Irlanda e redatto in conformità con la Direttiva 2003/71/CE. Il Prospetto WTMA è stato passaportato in diverse giurisdizioni europee tra cui Regno Unito, Italia, e Germania ed è disponibile nel presente documento. WisdomTree Enhanced Commodity Carry BNP Paribas Enhanced Commodity Carry Excess Return Index è di proprietà esclusiva di BNP Paribas ("BNPP"). BNP Paribas Enhanced Commodity Carry Excess Return Index è utilizzato su licenza da WisdomTree. I WisdomTree Enhanced Commodity Carry ETPs non sono in alcun modo approvati o autorizzati da BNPP e tali prodotti non sono in alcun modo associati a BNPP. BNPP non fornisce alcuna garanzia in relazione all'Indice e non si assume alcuna responsabilità per eventuali perdite causate dal suo utilizzo. For Investors in Switzerland – Qualified Investors Questo documento costituisce una pubblicità dei prodotti finanziari qui menzionati. In Svizzera, questa comunicazione è rivolta esclusivamente agli Investitori Qualificati. Il prospetto e i documenti di informazioni chiave per gli investitori (KIID) sono disponibili sul sito Web di WisdomTree: <https://www.wisdomtree.eu/it-ch/resource-library/prospectus-and-regulatory-reports>