Attenzione all’inclinazione: perché le curve dei future sono importanti

Pubblicato il 13 gennaio 2026

Luca Berlanda
Director, Quantitative Research

Ayush Babel
Director, Quantitative Research

Principali insegnamenti

- Il carry individua eventuali tensioni già presenti nel mercato, mentre il momentum in termini di inclinazione mostra se le curve stanno passando in backwardation o il contrario, offrendo così un vantaggio fornito dalla lungimiranza.
- Una selezione accurata dei contratti, adeguata ai mercati stagionali e non, può ridurre significativamente le ripercussioni negative del roll yield, mitigare la volatilità e migliorare i rendimenti a lungo termine.
- Prodotti correlati WisdomTree Enhanced Commodity Carry, WisdomTree Enhanced Commodity UCITS ETF - USD Acc, WisdomTree Broad Commodities UCITS ETF – USD Acc, WisdomTree Enhanced Commodity ex-Agriculture UCITS ETF - USD Acc Scopri di più

Esiste una storia, forse in parte apocrifa, su Talete di Mileto, filosofo del VI secolo a.C. Secondo Aristotele, Talete veniva deriso perché povero e troppo concentrato sulla filosofia. Per dimostrare che la saggezza poteva generare profitti, predisse un grande raccolto di olive nonostante fosse ancora inverno.

Utilizzò il suo modesto capitale per versare piccoli acconti e giocare d'anticipo al fine di riservare per sé la capacità necessaria per spremere le olive dell'imminente raccolto. Non acquistò i frantoi, ma ottenne il diritto di utilizzarli per primo a un costo basso concordato in anticipo. In inverno, quel diritto era economico perché nessuno sapeva se il raccolto sarebbe stato abbondante. Quando si rivelò tale, la disponibilità dei frantoi iniziò a scarseggiare. Poiché Talete ne aveva già riservata la maggior parte per sé, i ritardatari dovettero rivolgersi a lui, che poté subaffittarla a un prezzo maggiorato.

Questo episodio è spesso citato quale precursore dei future, ma la lezione da trarre è la seguente: Talete si era posizionato nel punto di scarsità, ovvero quello in cui si accumula il valore. Negli investimenti in materie prime, un modo comune per cercare un vantaggio simile è quello di analizzare la forma e l'evoluzione delle curve dei future.

Le informazioni nascoste nella curva

Dopo aver analizzato come funzionano le tendenze delle materie prime, continuiamo a eviscerare il nostro recente documento di ricerca "Commodity Investing 3.0: The Rise of Factor and Curve-Aware Strategies". Nel post ci concentriamo su due dei segnali più importanti nei mercati delle materie prime: il carry e il momentum in termini di inclinazione della curva. Anche in questo caso, abbiamo testato i tre parametri sia a livello trasversale che attraverso serie temporali. A livello trasversale, classifichiamo le materie prime in base alla forza del segnale per identificare vincitori e perdenti relativi, formando terzili che rappresentano commodity con segnale alto, medio e basso. Nell'impostare le serie temporali, ogni materia prima viene valutata rispetto alla propria performance storica piuttosto che a quella di altre commodity simili, producendo un segnale direzionale: lungo se il fattore è positivo e corto se il fattore è negativo.

Il carry, definito come il roll yield implicito tratto dalla curva dei future, è una delle fonti di rendimento più empiricamente solide nel settore delle materie prime. Esso bilancia le scorte, i costi di stoccaggio, la pressione di copertura e il convenience yield. Secondo la principale spiegazione teorica alla base di questo fattore[1], quando le scorte sono limitate, il convenience yield aumenta, spingendo la curva in backwardation[2] e premiando coloro che detengono contratti future lunghi con un roll yield atteso positivo. Quando le scorte sono abbondanti, si verifica il contrario, creando un carry negativo. In questo caso gli investitori subiscono quella che in gergo viene chiamata "roll drag", ovvero la perdita di performance che si verifica quando una curva dei future è in contango[3]: man mano che la posizione viene rinnovata, l'investitore acquista ripetutamente un contratto più costoso e ne vende uno più economico, creando un effetto negativo che erode costantemente i rendimenti.

Testiamo il carry utilizzando due definizion:

- carry a 12 mesi - l'inclinazione tra il primo contratto future e quello con scadenza 12 mesi dopo, che contribuisce a ridurre le distorsioni stagionali;
- carry front month - l'inclinazione tra il contratto front month e quello immediatamente successivo, che fornisce la proxy più vicina alle dinamiche della curva spot e rileva la tensione a breve termine.

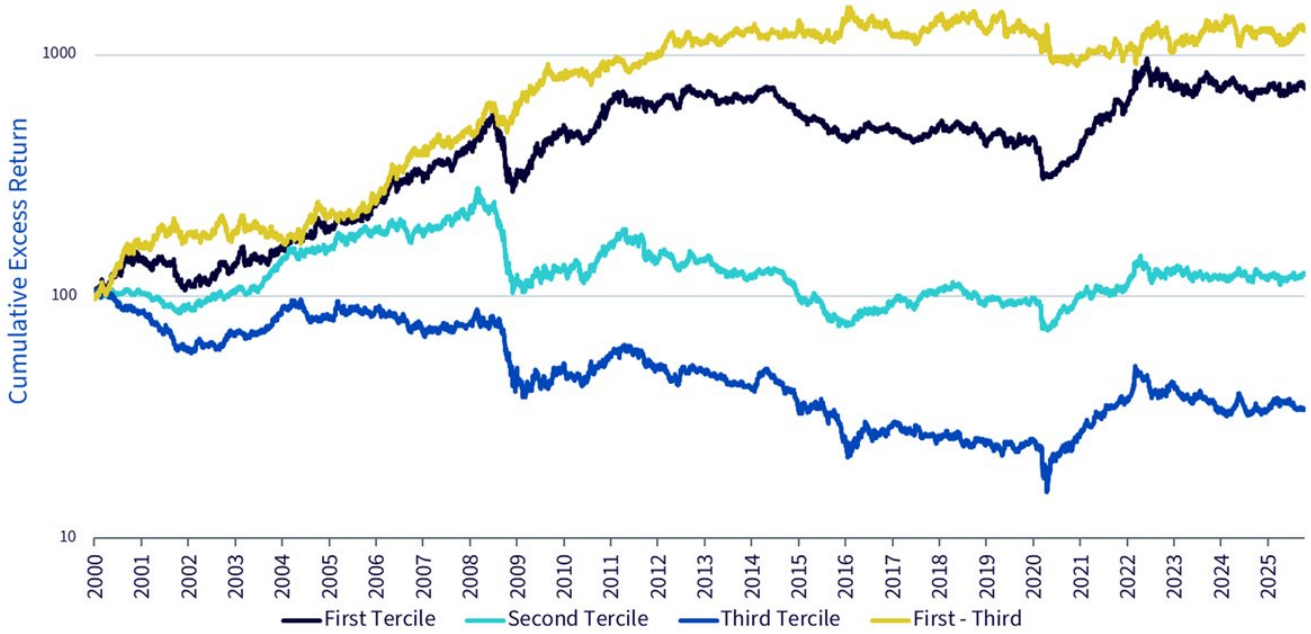
I nostri risultati confermano la solidità del carry come motore di rendimento negli ultimi 25 anni, soprattutto nell'analisi trasversale. A differenza dei precedenti documenti di ricerca, i risultati delle serie temporali sono deludenti, ma quelli trasversali sono significativi per entrambe le definizioni di carry. La classificazione delle materie prime in base al loro roll yield relativo identifica in modo coerente le aree in cui la scarsità è più acuta. La performance e la significatività sono simili in entrambe le definizioni. La differenza principale è che:

- nel parametro a 12 mesi le distorsioni stagionali si attenuano e il turnover si riduce;
- il parametro front month reagisce più rapidamente ma è soggetto a una maggiore volatilità e a un turnover molto più elevato.

Nei nostri test, entrambe le versioni hanno generato rendimenti in eccesso annualizzati long-short superiori al 5%, ma il carry front-month ha prodotto un turnover settimanale significativamente più elevato (15%) rispetto alla versione a 12 mesi (9%). Il grafico in basso mostra i tre terzili delle materie prime per

il roll yield a 12 mesi e la performance long-short (in giallo) di una strategia che va long sul primo terzile (carry relativo elevato) e short sul terzo (carry relativo basso).

Performance storica del roll yield (a livello trasversale utilizzando il roll yield a 12 mesi)



Dal 6 gennaio 2001 al 21 ottobre 2025. Fonte: WisdomTree, Bloomberg, Factset. Rendimenti in eccesso in USD. Include dati da test retrospettivi a scopo illustrativo. **La performance storica non è indicativa di quella futura e qualsiasi investimento può diminuire di valore.**

Momentum in termini di inclinazione della curva

Uno degli investitori più noti che ha utilizzato con successo il pensiero di seconda derivata è Stanley Druckenmiller. In parole semplici, la seconda derivata mostra la velocità con cui qualcosa sta cambiando. Aiuta a individuare se una tendenza sta accelerando o rallentando, spesso prima che questo diventi visibile nei prezzi. In tale contesto, il carry misura l'inclinazione della curva dei future. Evidenzia la ripidità della curva in backwardation o contango. Il momentum in termini di inclinazione misura come la stessa varia nel tempo. Rivela se la curva sta diventando più ripida o più piatta. Si tratta di un dato significativo: mentre il carry beneficia della persistenza di una curva in backwardation, il momentum in termini di inclinazione trae vantaggio da una curva che si sposta verso una condizione di backwardation, spesso indice di un mercato in fase di contrazione.

Definiamo il momentum in termini di inclinazione della curva come la variazione smussata e corretta per la volatilità del roll yield giornaliero su 12 mesi (calcolato secondo lo stesso metodo utilizzato per il fattore carry). Il segnale indica se la curva di una materia prima si sta spostando verso una situazione di backwardation (contrazione) o di contango (allentamento). Se il segnale è positivo, la curva si sta

orientando verso uno stato di backwardation, mentre un segnale negativo indica un orientamento verso uno stato di contango.

I dati dimostrano che il momentum in termini di inclinazione funziona bene sia nelle strategie trasversali che in quelle basate su serie temporali. Nell'approccio basato su serie temporali illustrato di seguito, la posizione sulle materie prime con momentum positivo in termini di inclinazione è lunga, mentre quella sulle materie prime con momentum negativo è corta.

Performance storica del momentum in termini di inclinazione della curva (serie temporali)



Dal 2 aprile 2001 al 21 ottobre 2025. Fonte: WisdomTree, Bloomberg, Factset. Rendimenti in eccesso in USD. Include dati da test retrospettivi a scopo illustrativo. **La performance storica non è indicativa di quella futura e qualsiasi investimento può diminuire di valore.**

In sintesi, la tabella mostra i risultati ottenuti per i due fattori:

Risultati complessivi relativi al carry e al momentum in termini di inclinazione della curva e significatività statistica

Model type	Model	Submodel	Periods	Annualized return	t-stat	p-value
Cross-sec-tional	Roll Yield	12 months	6727	5.21%	2.75	0.60%

Cross-sectional	Roll Yield	Front	6727	5.46%	3.13	0.18%
Cross-sectional	Slope Momentum	-	6652	4.28%	2.51	1.19%
Time-series	Roll Yield	12 months	6035	-0.62%	-0.28	78.03%
Time-series	Roll Yield	Front	6098	3.26%	1.88	5.99%
Time-series	Slope Momentum	-	6035	3.78%	2.03	4.24%

Fonte: WisdomTree, Bloomberg, Factset. La tabella riporta i rendimenti annualizzati, le statistiche t e i valori p per ciascun modello e sottomodello testato sia in contesti trasversali che in serie temporali. La statistica t misura la differenza statistica dei rendimenti osservati rispetto allo zero; valori più elevati indicano una maggiore certezza che la performance del fattore non sia dovuta al caso. Il valore p rappresenta la probabilità che il risultato osservato si sia verificato accidentalmente; valori inferiori implicano una maggiore significatività statistica. Ai fini della comparabilità, i rendimenti annualizzati per i modelli trasversali sono divisi per due. **La performance storica non è indicativa di quella futura e qualsiasi investimento può diminuire di valore.**

Bonus track: selezione dei contratti

Quando si elabora una strategia su materie prime, la scelta delle commodity da sovraponderare è solo una fase del processo. La successiva decisione fondamentale riguarda i contratti future da utilizzare, con molte opzioni disponibili lungo la curva. Gli indici tradizionali, come il BCOM e il GSCI, si posizionano nella parte anteriore della stessa. Questo garantisce una forte liquidità e un'esposizione ravvicinata alle variazioni dei prezzi spot. Tuttavia, comporta anche un costo. Posizionarsi nella parte anteriore della curva significa in genere essere maggiormente esposti al roll drag, che può progressivamente ridurre i rendimenti nel tempo. La nostra ricerca dimostra che la selezione dei contratti svolge un ruolo importante. La scelta di contratti più avanti lungo la curva può offrire miglioramenti significativi a lungo termine.

È importante operare una distinzione essenziale. Le curve dei future su materie prime si dividono generalmente in due categorie: stagionali e non. Le materie prime stagionali seguono cicli prevedibili di domanda e offerta. Questi sono spesso legati ai modelli di semina e raccolta o all'utilizzo associato alle condizioni meteorologiche, come nel caso del riscaldamento/raffreddamento. Le relative curve dei future tendono a mostrare chiari picchi massimi e minimi, in base al periodo dell’anno, che si ripetono nel tempo. Le materie prime non stagionali, al contrario, non presentano questi modelli. A causa della loro natura non deperibile o della facile conservazione (es. i metalli industriali), la relativa curva dei future non mostra alcuna stagionalità.

Materie prime stagionali

Name	BCOM contract selection	Seasonal contract selection	Relative return	Relative volatility
RBOB Gasoline	5.90%	7.70%	1.80%	-4.30%
ULS Diesel	4.70%	5.40%	0.70%	-3.00%
HRW Wheat	-7.10%	-4.10%	3.00%	-1.20%
SRW Wheat	-10.00%	-5.90%	4.10%	-2.00%
Soybean	4.80%	6.50%	1.70%	-1.00%
Corn	-6.50%	-4.80%	1.70%	-1.60%
Cotton	-5.20%	-3.00%	2.20%	-1.80%
Sugar	-0.30%	2.20%	2.50%	-3.40%
Lean Hogs	-9.30%	-1.20%	8.10%	-3.60%
Live Cattle	-0.20%	1.90%	2.10%	-1.50%
Natural Gas	-24.50%	-13.90%	10.60%	-8.20%
Soybean Oil	0.90%	2.30%	1.40%	-0.80%
Soybean Meal	8.10%	9.90%	1.80%	-1.20%

Dal 25 gennaio 2002 al 20 ottobre 2025. Fonte: WisdomTree, Bloomberg. Rendimenti in eccesso in USD. **La performance storica non è indicativa di quella futura e qualsiasi investimento può diminuire di valore.**

Per i mercati con modelli stagionali prevedibili di domanda o offerta (gas naturale, cereali, prodotti agricoli), l'elevato roll yield riflette spesso la stagionalità piuttosto che una reale scarsità. Ancorare l'esposizione al contratto stagionale, come quello di dicembre per il gas naturale, consente di cogliere sistematicamente il premio di copertura associato.

Questo approccio ha migliorato i rendimenti in tutti i mercati stagionali testati, con guadagni che vanno dallo 0,7% (su base annualizzata) a oltre il 10% (per il gas naturale), riducendo al contempo la volatilità.

Non-seasonal commodities

Name	BCOM contract selection	Max roll yield contract selection	Relative return	Relative volatility
WTI Crude	-1.90%	5.30%	7.20%	-5.50%
Brent Crude	4.80%	6.40%	1.60%	-3.00%
Gasoil	5.10%	5.70%	0.60%	-2.50%
Aluminium	-2.00%	-0.70%	1.30%	-1.00%
Zinc	0.90%	2.70%	1.90%	-0.90%
Lead	5.30%	6.00%	0.70%	-0.90%
Nickel	2.40%	4.20%	1.80%	-0.80%
Coffee	-5.70%	-4.40%	1.30%	-1.60%
Copper	5.50%	7.00%	1.50%	-0.70%

Dal 3 gennaio 2000 al 20 ottobre 2025. Fonte: WisdomTree, Bloomberg. Rendimenti in eccesso in USD. **La performance storica non è indicativa di quella futura e qualsiasi investimento può diminuire di valore.**

Per i metalli, il petrolio greggio e altri mercati non stagionali, la curva riflette le scorte, il costo del carry e il convenience yield. In questo caso, selezioniamo il contratto mensilmente, con scadenze fino a nove mesi, in base al roll yield implicito più elevato (o al roll drag implicito più basso). Così facendo gli effetti negativi del contango (contango drag) si riducono, la volatilità scende e i rendimenti in eccesso migliorano. Questa regola ha portato benefici per tutte le materie prime non stagionali, con miglioramenti annualizzati compresi tra lo 0,6% e il 7,2% e una volatilità costantemente inferiore rispetto al rollover del contratto front month.

Conclusione

La storia di Talete ci insegna quanto sia importante riconoscere l'emergere di tensioni sul mercato e agire tempestivamente. Non pretendiamo di possedere la sua “saggezza” e non prevediamo i raccolti. Il nostro approccio è più diretto: cerchiamo di estrarre le informazioni già incorporate nei prezzi. Le curve dei future riassumono le condizioni attuali del mercato e (in una certa misura) le aspettative odierne in un unico oggetto misurabile. Il carry indica la presenza di tensione, il momentum in termini di inclinazione della curva mostra che direzione sta prendendo e la selezione dei contratti aiuta a evitare di pagare più del dovuto per esporsi quando la curva è sfavorevole.

[1] La cosiddetta Teoria dello stoccaggio.
[2] Si dice che una curva è in backwardation quando i contratti a breve termine vengono scambiati al di sopra

dei contratti a più lungo termine (differiti).

[3] Al contrario, si dice che una curva è in contango quando i contratti a breve termine vengono scambiati al di sotto dei contratti a più lungo termine.

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.

Solo per clienti professionali. Le informazioni contenute nel presente documento sono fornite a titolo meramente informativo e non costituiscono né un'offerta di vendita né una sollecitazione di un'offerta di acquisto di titoli o azioni. Il presente documento non deve essere utilizzato come base per una qualsiasi decisione d'investimento. Gli investimenti possono aumentare o diminuire di valore e si può perdere una parte o la totalità dell'importo investito. Le performance passate non sono necessariamente indicative di performance future. 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.

L'applicazione di regolamenti e leggi fiscali può spesso portare a una serie di interpretazioni diverse. Eventuali punti di vista o opinioni espresse in questa comunicazione rappresentano le opinioni di WisdomTree e non devono essere interpretate come consulenza normativa, fiscale o legale. WisdomTree non fornisce alcuna garanzia o dichiarazione circa l'accuratezza di qualsiasi punto di vista o opinione espressa in questa comunicazione. Qualsiasi decisione di investimento dovrebbe essere basata sulle informazioni contenute nel prospetto appropriato e dopo aver richiesto una consulenza finanziaria, fiscale e legale indipendente.

Il presente documento non è, e in nessun caso deve essere interpretato come, una pubblicità o qualsiasi altro strumento di promozione di un'offerta pubblica di azioni o titoli negli Stati Uniti o in qualsiasi provincia o territorio degli Stati Uniti. Né il presente documento né alcuna copia dello stesso devono essere acquisiti, trasmessi o distribuiti (direttamente o indirettamente) negli Stati Uniti.

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.