

GLI ETP SU COMMODITY SONO ESPOSTI SUI CONTRATTI FUTURE NON SULLO SPOT FISICO. PERCHÉ SI TRATTA DI UN ASPETTO IMPORTANTE?

Maggio 2020

La performance di un ETP (Exchange Traded Product) è strettamente legata alla performance del suo indice sottostante. A sua volta, la performance dell'indice sottostante è strettamente legata a quella dell'asset sottostante. E' pertanto essenziale capire quale sia l'attivo sottostante.

Cosa replica un ETP su commodity?

Quando un venditore e un acquirente concordano di scambiare immediatamente la proprietà di una commodity ad un determinato prezzo, il **prezzo** concordato si chiamerà a **pronti** o **spot** e tenderà a rappresentare il valore della commodity in quel momento. Il **prezzo dei future**, d'altro canto, specifica il prezzo prestabilito al quale la commodity sottostante a un **contratto future** sarà scambiata, tra un acquirente e un venditore, in un determinato momento nel futuro, chiamato "**scadenza del contratto**", "**scadenza dei future**" oppure, semplicemente, "**scadenza**" (dei future). Poiché i contratti future sono negoziati in borsa, le dinamiche della domanda e dell'offerta del prezzo dei future possono differire da quelle dello spot.

Gli ETP short e leverage di WisdomTree sono pensati per consentire agli investitori di ottenere un'esposizione short o con leva su un investimento total return in contratti future. Ciò avviene solitamente replicando un rendimento collaterale e:

- + un indice excess return, la cui performance sia direttamente legata ai contratti future .
- + oppure direttamente con un dato paniere di contratti future.

Per garantire un'esposizione costante ai prezzi dei future ed evitare la consegna fisica della commodity, i contratti future interessati devono cambiare su base regolare. Questo processo si chiama rolling. Per gli ETP di WisdomTree, il rolling avviene seguendo rigide regole definite dalla metodologia dell'indice o nel Prospetto: la Rolling Schedule.

L'asset sottostante dell'ETP NON è dunque lo **spot** ma il **contratto dei future su commodity** interessato. Di conseguenza, non è tanto importante conoscere solo la commodity quanto piuttosto il contratto su future specifico rappresentato dall'esposizione dell'ETP.

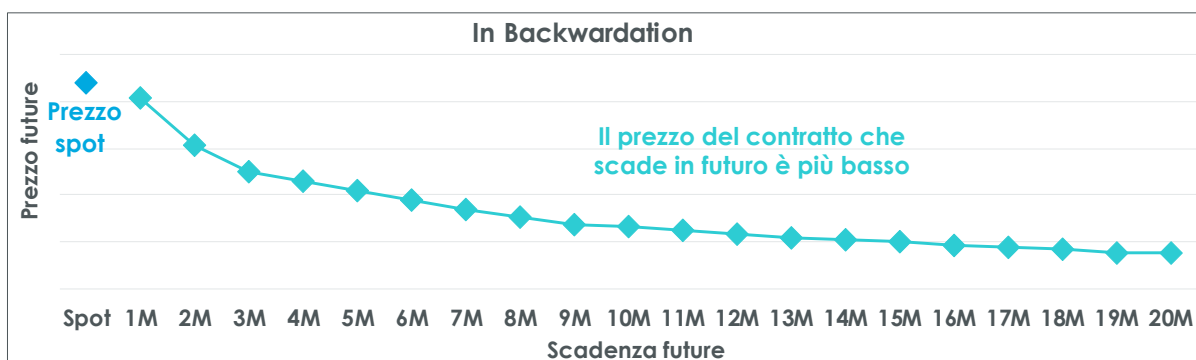
Perché l'ETP non replica da sé il prezzo a pronti delle commodity?

Perché, in linea generale, è molto difficile ottenere esposizione al prezzo a pronti (spot) di una commodity. Acquistare commodity direttamente non è semplice. Le commodity fisiche non sono omogenee e, dunque, non hanno un unico prezzo. Un investimento in commodity fisiche comporterebbe la consegna della commodity medesima (ad es. la consegna di barili di petrolio), la sua custodia in sicurezza (ad es. custodire l'oro in caveau), il suo mantenimento (ad es. il bestiame si riproduce e si ammala), sostenere deprezzamenti (ad es. i semi ad un certo punto scadono), assicurarla, etc. I contratti future sono pensati per risolvere tutte queste problematiche, in quanto è possibile scegliere di evitare la consegna fisica ed è così che molti investono in commodity.

Fare riferimento al prezzo di un contratto future come incide sui rendimenti di un investitore?

I contratti future possono essere acquistati in tutta una serie di scadenze diverse. E' possibile, ad esempio, acquistare del greggio in consegna nel mese successivo, a sei mesi, ad un anno e via dicendo. L'insieme dei prezzi dei contratti future, per i contratti future disponibili con scadenze diverse, è detto **la curva dei future** o **struttura a termine dei future**. Questa curva può essere illustrata in un grafico che rappresenti il prezzo e la scadenza di ogni future (si veda il Grafico 1).

GRAFICO 1: ESEMPIO DELLA CURVA DEI FUTURE IN CONTANGO E IN BACKWARDATION



La serie di contratti future disponibili varia per ogni commodity ma il concetto è complessivamente lo stesso. Si dice che una commodity è in contango quando il prezzo di un contratto future distante è superiore a quello di un future più vicino; mentre si dice che è in backwardation quando il prezzo di un contratto future distante è inferiore a quello di un future più vicino.

La forma della curva dei future è molto importante per gli investitori in ETP poiché da essa dipende la performance del contratto future che rappresenta l'asset sottostante dell'ETP. **La performance total return dell'ETP è collegata ai 4 elementi di cui sotto:**

- + **Rendimento spot:** movimento del prezzo spot della commodity fisica.
- + **Rendimento roll:** rendimento generato dovuto al rolling di un contratto future sul contratto successivo designato. Ciò garantisce un'esposizione continua ai prezzi dei future ed evita la consegna fisica e la scadenza del contratto. Sul rendimento roll incide principalmente la forma della curva dei future e il modo in cui essa cambia nel corso del tempo.

Il rendimento roll può risultare in una perdita o in un profitto per l'investitore. In alcuni scenari di mercato, il rendimento roll può creare forti perdite agli investitori, indipendentemente dalle oscillazioni del prezzo spot in sé.

- + **Rendimento collaterale:** l'interesse maturato sul valore cash dell'investimento.
- + **Costi e commissioni** associati all'investimento nell'ETP

In altre parole, la performance dell'ETP è correlata al movimento del **prezzo spot** della commodity ma anche al **rendimento roll** dei future sui quali l'ETP è esposto. Per gli ETP short e leverage, l'impatto del rendimento spot e di quello roll sulla performance dell'ETP sarebbe moltiplicato per il fattore di leva per ogni periodo di detenzione raccomandato (cioè, un giorno). Ad esempio, ogni giorno, la performance di un ETP a leva tripla (3x) sarebbe influenzata nella misura di tre volte dal rendimento spot e di tre volte dal rendimento roll.

E' inoltre essenziale capire che la curva dei future e la sua forma sono in costante evoluzione. La curva dei future rappresenta un equilibrio di mercato che dipende da svariati parametri, quali ad esempio:

- + I costi di trasporto e stoccaggio della commodity fisica
- + La domanda attesa per la commodity fisica nei future in un dato momento (si pensi alla domanda di gasolio da riscaldamento in inverno e in estate)
- + L'offerta attesa per la commodity fisica...

Questi parametri cambiano nel corso del tempo e ciò può accadere drasticamente da un minuto all'altro. Quando la forma della curva cambia, anche il prezzo di tutti i contratti future che la compongono varia a sua volta (anche se il prezzo spot non si muove), incidendo direttamente sulla performance dell'ETP esposto a questi contratti future.

Quanto è importante l'impatto del rendimento roll?

Contango

Una commodity sarà in contango quando ci si aspetta un costo netto derivante dalla detenzione della commodity sottostante, dovuto ad esempio alle necessità di trasporto, stoccaggio o messa in sicurezza della commodity fisica. Per una commodity in contango, il prezzo dei future è superiore a quello spot. Presupponendo che la forma della curva resti invariata, con il passare del tempo e l'approssimarsi della scadenza del future, il costo netto dovuto alla detenzione della commodity sottostante, fino a scadenza, diminuisce e il prezzo dei future si avvicina al prezzo spot (inferiore). Il rendimento roll in contango tende dunque ad avere un impatto negativo del prezzo sul rendimento dei future.

Presupponendo che la curva dei future resti invariata nel corso del tempo, è possibile calcolare il **rendimento roll implicito** confrontando il prezzo corrente del contratto future a cui l'ETP è esposto in questo momento e il prezzo atteso per quello stesso contratto future alla data di roll successiva. Tale prezzo atteso è direttamente osservabile sulla curva dei future, muovendosi verso il basso lungo la curva per il tempo rimanente prima del roll (si veda il Grafico 2). E' possibile stimare questo rendimento roll implicito in valuta con la formula:

Prezzo del contratto future detenuto – prezzo del future precedente sulla curva

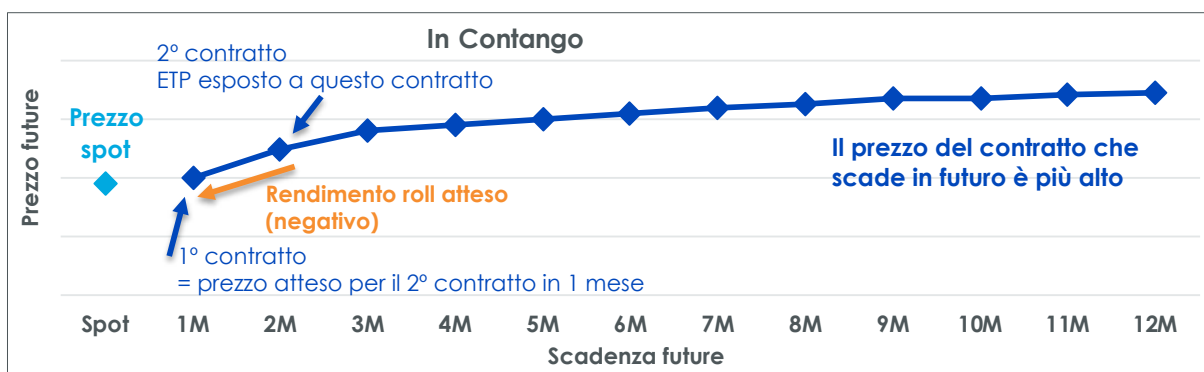
○ in percentuale con formula

Prezzo del future che scade prima di quello detenuto/prezzo del contratto future detenuto - 1

Ad esempio, nel grafico sottostante:

Rendimento roll implicito per il contratto a 2 mesi (2M) = prezzo dei future a 1 mese (1M)/prezzo dei future a 2 mesi - 1

GRAFICO 2: ILLUSTRAZIONE DEL RENDIMENTO ROLL ATTESO IN CONTANGO (LA CURVA NON CAMBIA)



Quando l'ETP offre posizioni a leva negli asset sottostanti, l'impatto del rendimento roll (così come sul rendimento spot) è moltiplicato di conseguenza. Durante il periodo di detenzione raccomandato, cioè un giorno, si applicherebbe l'impatto di cui sotto.

GRAFICO 3: IMPATTO GIORNALIERO DEL RENDIMENTO ROLL PER POSIZIONI LONG E SHORT IN CONTANGO

Rendimento roll in contango	
Long x3	Circa 3x negativo
Long x1	Negativo
Short x1	Positivo
Short x3	Approximatively 3x Positive

In Backwardation

Una commodity sarà in backwardation quando, ad esempio, c'è un temporaneo incremento della domanda sulla commodity fisica che ne fa salire il prezzo. Per una commodity in backwardation, il prezzo dei future è inferiore a quello spot. Presupponendo che la forma della curva resti invariata, con il passare del tempo e l'approssimarsi della scadenza del future, il beneficio netto dovuto alla detenzione della commodity sottostante, fino alla scadenza, diminuisce e il prezzo dei future si avvicina al prezzo spot (superiore). Il rendimento roll in backwardation tende dunque ad avere un impatto positivo del prezzo sul rendimento dei future.

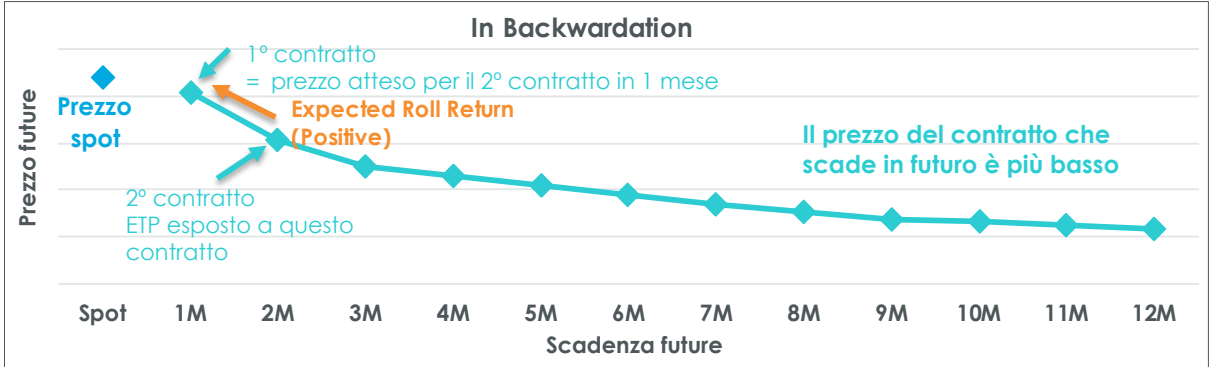
Presupponendo che la curva dei future resti invariata, è possibile calcolare il **rendimento roll implicito** confrontando il prezzo corrente del contratto future a cui l'ETP è esposto in questo momento e il prezzo atteso per quello stesso contratto future alla data di roll successiva. Tale prezzo atteso è direttamente osservabile sulla curva dei future, muovendosi verso l'alto lungo la curva per il tempo rimanente prima del roll (si veda il Grafico 4). E' possibile stimare questo rendimento roll implicito in valuta con la formula:

$$\frac{\text{Prezzo del contratto future detenuto} - \text{prezzo del future precedente sulla curva}}{\text{Prezzo del future che scade prima di quello detenuto} / \text{prezzo del contratto future detenuto} - 1}$$

Ad esempio, nel grafico sottostante:

Rendimento roll implicito per il contratto a 2 mesi (2M) = prezzo dei future a 1 mese (1M)/prezzo dei future a 2 mesi -1

GRAFICO 4: ILLUSTRAZIONE DEL RENDIMENTO ROLL ATTESO IN BACKWARDATION (LA CURVA NON CAMBIA)



Quando l'ETP offre posizioni a leva negli asset sottostanti, l'impatto del rendimento roll (così come sul rendimento spot) è moltiplicato di conseguenza. Durante il periodo di detenzione raccomandato, cioè un giorno, si applicherebbe l'impatto di cui sotto.

GRAFICO 5: IMPATTO GIORNALIERO DEL RENDIMENTO ROLL PER POSIZIONI LONG E SHORT IN BACKWARDATION

Rendimento roll in backwardation	
Long x3	Circa 3x positivo
Long x1	Positivo
Short x1	Negativo
Short x3	Circa 3x negativo

Cosa succede quando la curva dei future cambia?

Per chiarezza comunicativa, nel resto del documento, quando si parlerà di cambiamenti nella forma della curva dei future, parleremo di:

- + Irripidimento della curva quando la differenza di prezzo tra due contratti future consecutivi si amplia.
- + Appiattimento della curva quando la differenza di prezzo tra due contratti future consecutivi si riduce.

Se la curva future e quella spot restano invariate, il rendimento roll implicito e il rendimento roll sono uguali. Tuttavia, se la curva si irripidisce o si appiattisce nel tempo durante il periodo d'investimento, allora il rendimento roll che incide sulla performance dell'ETP differirà dal rendimento roll implicito, talora drasticamente. Il rendimento roll implicito è, alla fine, una stima generalmente accettata del potenziale costo/beneficio roll che interesserà l'investitore nel contratto future, ma non può prevedere movimenti futuri nel mercato delle commodity.

Qualche scenario: qual è il risultato per l'investitore?

Osserviamo qualche esempio teorico per capire meglio l'impatto dei rendimenti spot e dei rendimenti roll sulla performance di un ETP long only.

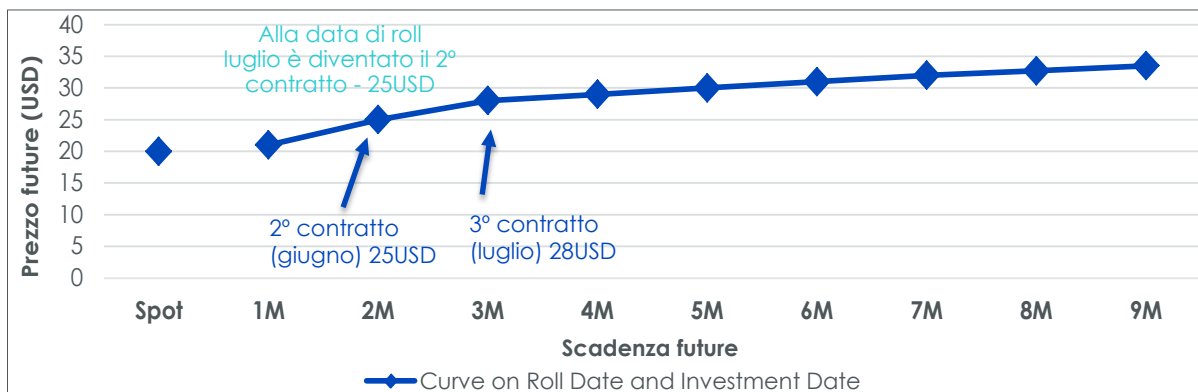
Prenderemo in esame un ipotetico investimento di 100USD in un ETP long only esposto ad un unico contratto future. Per semplicità, ipotizzeremo allo 0% il rendimento collaterale e a 0 anche le commissioni e i costi. L'esposizione dell'ETP è identica agli investimenti alla fine di ogni mese nel terzo contratto future.

Scenario 1: non cambia nulla

All'inizio del mese, l'indice è esposto al 3° contratto (cioè al contratto di luglio). La curva delle commodity è in contango, come illustrato nel Grafico 6. Con un investimento di 100USD, l'ETP è esposto alla performance di 3,57 contratti future valutati a 28USD ciascuno.

La curva è in contango e il rendimento roll implicito è $3,57 \cdot (25\text{USD} - 28\text{USD}) = -10,7\text{USD}$ o $25/28 - 1 = -10,7\%$

GRAFICO 6: LA CURVA DELLE COMMODITY ALLA DATA D'INVESTIMENTO E ALLA DATA ROLL SUCCESSIVA



Passa un mese e non cambia nulla, cioè lo spot è invariato e la curva del future non si è né irripidita né appiattita. L'ETP detiene ancora 3,57 contratti future di luglio ma il contratto di luglio è ora il secondo poiché il tempo è passato e a luglio, ora, mancano due mesi (non tre mesi come il mese scorso). Dunque, poiché la curva è invariata, il prezzo del contratto è 25USD. Il prezzo dell'ETP è $3,57 \times 25\text{USD}$, cioè 89,3USD.

Non è cambiato niente ma l'ETP ha perso 10,7USD. E' il rendimento roll che abbiamo descritto in precedenza. La curva è in contango, dunque la performance è penalizzata dal rendimento roll.

In questa fase è importante sottolineare due cose:

- + Il rendimento roll realizzato (10,7USD) è uguale al rendimento roll implicito calcolato all'inizio del mese.
- + Il rendimento roll non si è concretizzato nella data di roll. Ogni giorno dell'ultimo mese, il terzo contratto future si è avvicinato alla scadenza e, ogni giorno che passa, il prezzo è passato lentamente da 28 a 25USD. In altri termini, il costo roll viene pagato un po' ogni giorno.

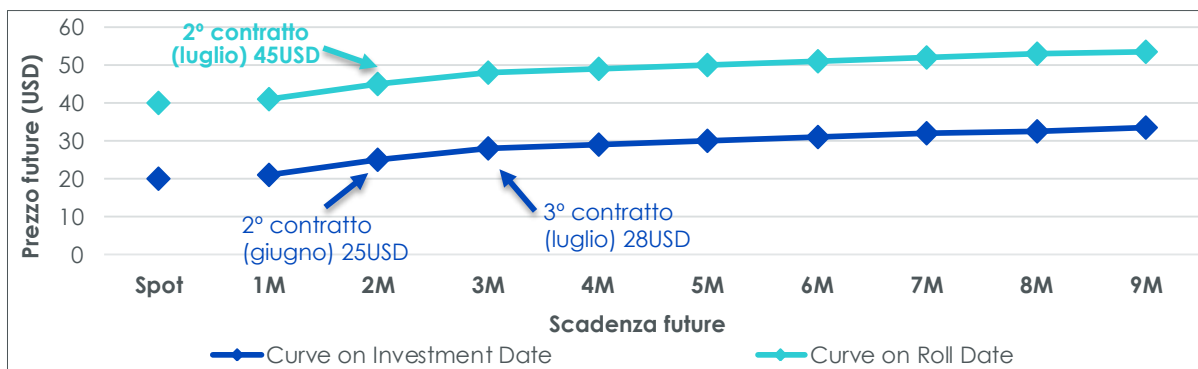
Alla data di roll, l'indice deve vendere il contratto di luglio (che ora è il secondo contratto solo perché il tempo è passato) e acquistare il terzo contratto, cioè agosto, per seguire la sua strategia d'investimento. Il contratto di agosto ha un valore di 28USD, così l'ETP investe in $3,19$ ($89,3/28$) contratti e ricomincia daccapo.

Scenario 2: lo spot va da 20USD a 40USD

All'inizio del mese, l'indice è esposto al terzo contratto (cioè il contratto di luglio). La curva delle commodity è in contango, come illustrato nel Grafico 7. Con un investimento di 100USD, l'ETP è esposto alla performance di 3,57 contratti future acquistati a 28USD ciascuno. La curva è in contango e il rendimento roll implicito è $3,57 \times (25\text{USD} - 28\text{USD}) = -10,7\text{USD}$ (o -10,7%). Quindi, tutto è uguale allo Scenario 1.

In questo scenario lo spot aumenta ma la curva non si irripidisce né si appiattisce.

GRAFICO 7: LA CURVA DELLE COMMODITY ALLA DATA D'INVESTIMENTO E ALLA DATA ROLL



Alla fine del mese, l'ETP detiene 3,57 contratti di luglio (il secondo contratto sulla curva azzurra) per un valore di 45USD. Dunque, l'ETP ha un valore di 160,7USD. Un bel guadagno di 60,7USD.

Ma attenzione: lo spot è in rialzo da 20 a 40USD e l'ETP deteneva 3,57 contratti. Perché l'ETP non è in rialzo di $3,57 \times 20\text{USD} = 71,4\text{USD}$? Perché l'ETP ha sostenuto ancora 10,7USD di costo roll durante il periodo (l'irripidimento della curva non è cambiato). $71,4\text{USD} - 10,7\text{USD}$ è infatti uguale a 60,7USD. L'ETP ha quindi beneficiato del movimento dello spot ma ha risentito del costo per il roll. Poiché la curva non si è irripidita né appiattita (si è solo tradotta nel prezzo spot), il rendimento roll implicito è identico al rendimento roll realizzato.

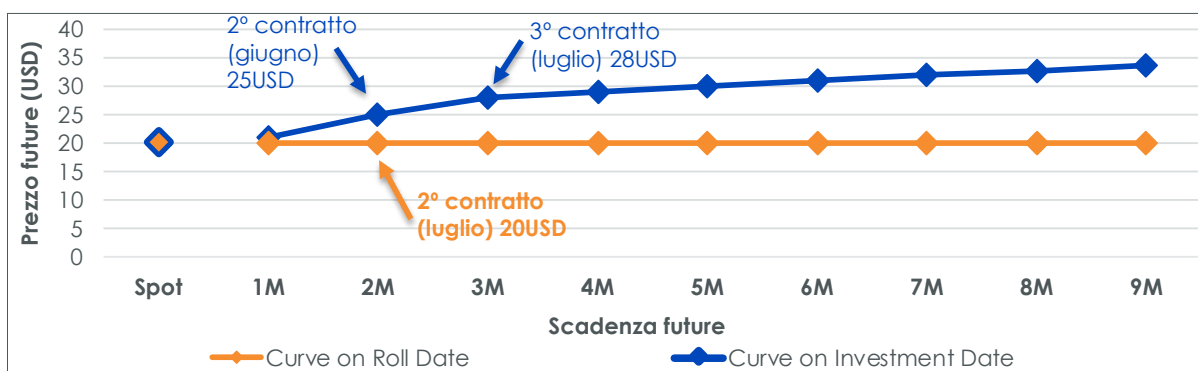
Alla data di roll, l'indice deve vendere il contratto di luglio (che ora è il secondo contratto solo perché il tempo è passato) e acquistare il terzo contratto, cioè agosto, per seguire la sua strategia d'investimento. Il contratto di agosto ha un valore di 48USD, così l'ETP investe in 3,35 ($160,7/48$) contratti e ricomincia daccapo.

Scenario 3: la curva dei future si appiattisce e lo spot resta invariato

All'inizio del mese, l'indice è esposto al terzo contratto (cioè al contratto di luglio). La curva delle commodity è in contango, come illustrato nel Grafico 8. Con un investimento di 100USD, l'ETP è esposto alla performance di 3,57 contratti future acquistati a 28USD ciascuno. La curva è in contango e il rendimento roll implicito è $3,57 \times (25\text{USD} - 28\text{USD}) = -10,7\text{USD}$ (o -10,7%). Quindi, è tutto uguale allo Scenario 1.

In tale scenario, lo spot resta a 20USD ma la curva si appiattisce completamente (tutti i contratti future hanno lo stesso prezzo).

GRAFICO 8: LA CURVA DELLE COMMODITY ALLA DATA D'INVESTIMENTO E ALLA DATA ROLL



Alla fine del mese, l'ETP detiene 3,57 contratti di luglio (il secondo contratto sulla curva arancio) del valore di 20USD. Quindi l'ETP ha un valore di 71,43USD: una perdita di 28,6USD.

Ma attenzione: lo spot non si è mosso e il rendimento roll implicito è stato di soli 10,7USD! Cosa è successo?

Come discusso in precedenza, la curva non è scolpita nella roccia e può variare in maniera drastica e inattesa nel corso del tempo. Quando ciò succede cambia il costo roll sostenuto dai detentori di contratti future e, dunque, dagli investitori in ETP. In questo caso, la curva si appiattisce e ciò aumenta la perdita per i detentori di future ben oltre il rendimento roll all'inizio dell'investimento.

Questi tre scenari illustrano che la performance dell'ETP è influenzata da diversi aspetti:

- + I movimenti spot incidono sulla performance di un ETP al rialzo e al ribasso.
- + La forma della curva al momento dell'investimento incide sulla performance di un ETP al rialzo (backwardation) o al ribasso (contango) tramite il costo per il roll (secondo quanto stimato dal rendimento roll implicito).
- + I cambiamenti nella forma della curva (irripidimento o appiattimento), durante l'investimento, incidono anche sulla performance dell'ETP, al rialzo o al ribasso, tramite il rendimento roll.

Questi scenari dimostrano che il rendimento roll implicito può offrire un'indicazione sul rendimento roll ma che le variazioni nell'irripidimento della curva possono aggiungere o sottrarre da tale roll incrementando l'incertezza sul suo valore finale.

La performance dell'ETP quanto è sensibile al cambiamento del prezzo spot e della ripidità della curva dei future?

In quest'ultima parte, esamineremo la sensibilità del rendimento roll rispetto a questi diversi parametri (variazioni del prezzo spot e variazioni della ripidità della curva). Per fare ciò, nel Grafico 9 osserviamo il rendimento roll dopo un mese d'investimento, in una varietà di casi, in cui cambia la ripidità della curva dei future e lo spot. I Grafici da 9 a 11 si applicano ad un investimento in cui la curva dei future è in contango all'inizio del mese. Per semplicità, iniziamo dalla curva dei future usata negli Scenari da 1 a 3 di cui sopra. Le righe illustrano possibili movimenti nel prezzo spot e le colonne illustrano l'irripidimento o l'appiattimento della curva.

Il Grafico 9 ci offre diverse informazioni:

- + A metà della matrice abbiamo riconosciuto il rendimento roll implicito del -10,7%. Quando non cambia nulla, il rendimento roll che incide sulla performance dell'ETP durante il mese è uguale al rendimento roll implicito.
- + Se lo spot cambia ma la curva non si irripidisce o appiattisce (cioè, se restiamo nella colonna media +0%), allora anche il rendimento roll dell'investitore è invariato e uguale al rendimento roll implicito.
- + In tutti gli altri scenari, le cose si complicano. Quando siamo investiti in un contratto, beneficiamo di un irripidimento della curva. Per contro, se la curva si appiattisce, la nostra posizione nei future ne viene penalizzata, poiché il rendimento roll realizzato aumenta rispetto al rendimento roll implicito misurato all'inizio della posizione (come nello Scenario 3).

E' chiaro dalla matrice che il rendimento roll più basso si trova nella sezione in alto a destra della tabella, dove si verificano sia un incremento dello spot che un irripidimento della curva. Contro-intuitivamente, i rendimenti roll più alti si trovano nella sezione in alto a sinistra della tabella, dove emerge un incremento sia del prezzo spot che dell'appiattimento della curva.

GRAFICO 9: MATRICE DELLA SENSIBILITÀ DEL RENDIMENTO ROLL RISPETTO AL PREZZO SPOT E ALL'IRRIPIDIMENTO DELLA CURVA DEI FUTURE (CONTANGO)

		← APPIATTIMENTO					IRRIPIDIMENTO →			
		Irripidimento o appiattimento della curva								
		-25%	-10%	-5%	-1%	+0%	+1%	+5%	+10%	+25%
Variazione del prezzo spot	50%	-42,0%	-23,2%	-17,0%	-12,0%	-10,7%	-9,5%	-4,5%	1,8%	20,5%
	25%	-37,5%	-21,4%	-16,1%	-11,8%	-10,7%	-9,6%	-5,4%	0,0%	16,1%
	10%	-34,8%	-20,4%	-15,5%	-11,7%	-10,7%	-9,7%	-5,9%	-1,1%	13,4%
	5%	-33,9%	-20,0%	-15,4%	-11,6%	-10,7%	-9,8%	-6,1%	-1,4%	12,5%
	0%	-33,0%	-19,6%	-15,2%	-11,6%	-10,7%	-9,8%	-6,3%	-1,8%	11,6%
	-5%	-32,1%	-19,3%	-15,0%	-11,6%	-10,7%	-9,9%	-6,4%	-2,1%	10,7%
	-10%	-31,3%	-18,9%	-14,8%	-11,5%	-10,7%	-9,9%	-6,6%	-2,5%	9,8%
	-25%	-28,6%	-17,9%	-14,3%	-11,4%	-10,7%	-10,0%	-7,1%	-3,6%	7,1%
	-50%	-24,1%	-16,1%	-13,4%	-11,3%	-10,7%	-10,2%	-8,0%	-5,4%	2,7%

Focalizzandoci sulla performance dell’ETP, senza prendere in considerazione il rendimento collaterale, le commissioni e il costo, possiamo costruire una matrice analoga sulla sensibilità. La matrice è colorata in verde per illustrare la performance positiva per l’investitore dopo un mese e in rosso per illustrare la performance negativa. L’effetto dei movimenti nello spot e i cambiamenti dell’irripidimento della curva dei future sono evidenti in questa matrice.

Lo scenario migliore, in termini di performance, è rappresentato dalla sezione in alto a destra della matrice, in cui abbiamo sia un incremento dello spot che un irripidimento. Sia il rendimento spot che il rendimento roll sono in aumento. Questa volta, lo scenario peggiore è nella sezione in basso a sinistra della tabella, dove assistiamo sia a un decremento dello spot che ad un appiattimento. Sia il rendimento spot che il rendimento roll sono in calo.

La performance dell’ETP è quella dello Scenario 1 a metà della matrice sulla sensibilità. Lo Scenario 2 si collocherebbe nella colonna centrale e sopra il punto medio (cioè, lo spot è in rialzo ma la curva non è più ripida). Infine, lo Scenario 3 è nella riga in mezzo, a sinistra del punto medio (cioè, lo spot è invariato ma la curva si è appiattita).

GRAFICO 10: LA MATRICE SULLA SENSIBILITÀ DELLA PERFORMANCE DI UN ETP RISPETTO AL PREZZO SPOT E ALL'IRRIPIDIMENTO DELLA CURVA (CONTANGO)

		← APPIATTIMENTO					IRRIPIDIMENTO →			
		Irripidimento o appiattimento della curva								
		-25%	-10%	-5%	-1%	+0%	+1%	+5%	+10%	+25%
Variazione del prezzo spot	50%	-6,3%	12,5%	18,8%	23,8%	25,0%	26,3%	31,3%	37,5%	56,3%
	25%	-19,6%	-3,6%	1,8%	6,1%	7,1%	8,2%	12,5%	17,9%	33,9%
	10%	-27,7%	-13,2%	-8,4%	-4,5%	-3,6%	-2,6%	1,3%	6,1%	20,5%
	5%	-30,4%	-16,4%	-11,8%	-8,1%	-7,1%	-6,2%	-2,5%	2,1%	16,1%
	0%	-33,0%	-19,6%	-15,2%	-11,6%	-10,7%	-9,8%	-6,3%	-1,8%	11,6%
	-5%	-35,7%	-22,9%	-18,6%	-15,1%	-14,3%	-13,4%	-10,0%	-5,7%	7,1%
	-10%	-38,4%	-26,1%	-22,0%	-18,7%	-17,9%	-17,0%	-13,8%	-9,6%	2,7%
	-25%	-46,4%	-35,7%	-32,1%	-29,3%	-28,6%	-27,9%	-25,0%	-21,4%	-10,7%
	-50%	-59,8%	-51,8%	-49,1%	-47,0%	-46,4%	-45,9%	-43,8%	-41,1%	-33,0%

Da notare che, a seconda dell'irripidimento della curva all'inizio dell'investimento, il punto medio della matrice (cioè, il costo roll implicito) cambierà. Il punto medio traina il resto della matrice e, dunque, a seconda del costo roll implicito, l'investitore necessiterà di cambiamenti più o meno drastici nel mercato delle commodity per iniziare a guadagnare.

Da notare che quando la curva è ripidamente in contango (come ad aprile 2020), il punto medio indica una perdita ingente per l'ETP (il costo roll implicito è molto alto, in questo esempio -21,4%) e, dunque, il mercato delle commodity dovrà cambiare radicalmente per consentire agli investitori di guadagnare, come nel Grafico 11 in cui quasi nessuna cella è verde.

GRAFICO 11: LA MATRICE SULLA SENSIBILITÀ DI UN ETP RISPETTO AL PREZZO SPOT E ALL'IRRIDIMENTO DELLA CURVA QUANDO LA CURVA È PROFONDAMENTE IN CONTANGO

		← APPIATTIMENTO					IRRIPIDIMENTO →			
		Irripidimento o appiattimento della curva								
		-25%	-10%	-5%	-1%	+0%	+1%	+5%	+10%	+25%
Variazione del prezzo spot	50%	-27,7%	-13,2%	-8,4%	-4,5%	-3,6%	-2,6%	1,3%	6,1%	20,5%
	25%	-34,4%	-21,3%	-16,9%	-13,4%	-12,5%	-11,6%	-8,1%	-3,7%	9,4%
	10%	-38,4%	-26,1%	-22,0%	-18,7%	-17,9%	-17,0%	-13,8%	-9,6%	2,7%
	5%	-39,7%	-27,7%	-23,7%	-20,4%	-19,6%	-18,8%	-15,6%	-11,6%	0,4%
	0%	-41,1%	-29,3%	-25,4%	-22,2%	-21,4%	-20,6%	-17,5%	-13,6%	-1,8%
	-5%	-42,4%	-30,9%	-27,1%	-24,0%	-23,2%	-22,4%	-19,4%	-15,5%	-4,0%
	-10%	-43,8%	-32,5%	-28,8%	-25,8%	-25,0%	-24,3%	-21,3%	-17,5%	-6,3%
	-25%	-47,8%	-37,3%	-33,8%	-31,1%	-30,4%	-29,7%	-26,9%	-23,4%	-12,9%
	-50%	-54,5%	-45,4%	-42,3%	-39,9%	-39,3%	-38,7%	-36,3%	-33,2%	-24,1%

In altri scenari, l'outlook per l'ETP potrebbe essere molto diverso. Con una curva dei future leggermente in contango, la prospettiva per l'investitore sembrerebbe migliore.

I Grafici dal 9 all'11 riguardano solo la curva dei future che sono in contango all'inizio dell'investimento. Quando la curva dei future è in backwardation, il punto medio della matrice sarebbe già positivo, quindi solo i cambiamenti nel mercato delle commodity creerebbero delle perdite per l'investitore. In backwardation, un aumento del prezzo spot rappresenterebbe ancora un vantaggio per l'investitore (mentre una diminuzione del prezzo spot rappresenterebbe uno svantaggio per l'investitore). Tuttavia, un irripidimento della curva (cioè, la curva dei future ancora più in backwardation) genererebbe una performance negativa, mentre un appiattimento incrementerebbe i guadagni (il contrario di quanto accade in contango).

In conclusione, per capire il potenziale di performance e il rischio associati ad un dato ETP su commodity, un investitore deve sapere:

- + Quali sono i contratti future correnti a cui si fa riferimento nell'indice/asset sottostante?
- + Qual è la tabella di marcia del roll dell'indice/asset sottostante, cioè quando e come il contratto future cambia (o rolla)?
- + Quali movimenti dello spot e della curva si aspetta l'investitore per il periodo d'investimento desiderato che traina il suo investimento nell'ETP?

INFORMAZIONI IMPORTANTI

Comunicazioni 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 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.

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.

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 attuali aspettative o convinzioni 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.

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. Tuttavia, i rendimenti basati sul 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.