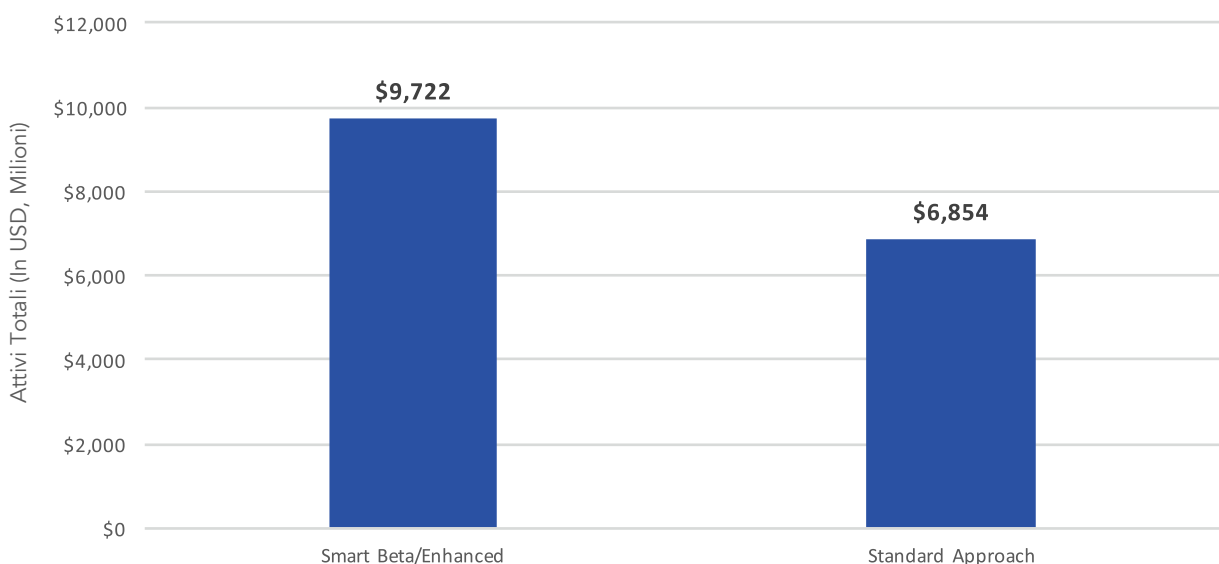


GLI INVESTITORI STANNO COSTRUIENDO LA LORO ESPOSIZIONE SU COMMODITY CON METODOLOGIE SMART

In una recente analisi, riguardante gli ETF (exchange traded fund) su broad commodity quotati in Europa, abbiamo notato un fatto molto interessante in relazione a dove è collocata la maggior parte degli attivi sulle materie prime. Secondo la nostra ricerca, l'esposizione su commodity tramite ETF in Europa non è perlopiù focalizzata sugli indici tradizionali ma, al contrario, è incentrata su strategie "enhanced" o "smart-beta", ideate per performare in maniera diversa rispetto agli approcci standard per gli investimenti in questo segmento.

Il Grafico 1 di cui sotto illustra la ripartizione degli asset.

GRAFICO 1: ATTIVI ALLOCATI NEGLI ETF SU BROAD COMMODITY QUOTATI IN EUROPA



Fonte: Bloomberg, dati al 18 aprile 2019. Ai fini della selezione, gli ETF devono essere negoziati su un listino dell'Europa occidentale o dell'Europa orientale, non deve trattarsi di ETN (exchange traded note), non devono essere strumenti a leva e devono essere esposti su broad commodity, ossia su materie prime in senso ampio, in opposizione a commodity.

La performance storica non è indicativa dei risultati futuri e qualunque investimento può scendere di valore. Non è possibile investire direttamente in un indice.

Da notare che la definizione "smart beta" è piuttosto ampia e può indicare molte cose diverse nell'ambito di un investimento diversificato su commodity. Spesso ciò appare dal modo in cui l'approccio gestisce il rischio del rollover di un contratto su quello successivo, processo che, se non gestito correttamente, può comportare l'insorgenza di numerose problematiche. Esistono anche approcci agli investimenti diversificati su commodity che ponderano le singole materie prime in maniera differente rispetto ai benchmark standard, come ad esempio l'approccio "equal weighting".

Parliamo di "approccio standard" poiché gli indici su commodity sono unici e piuttosto diversi dagli indici ponderati sulla capitalizzazione di mercato. Secondo la nostra esperienza, il Bloomberg Commodity Index è generalmente l'indice su commodity più diffuso in assoluto, ma ne esistono altri, come il Thomson Reuters CRB Index e lo S&P GSCI Index. Questi indici differiscono tra di loro soprattutto riguardo alle commodity specifiche incluse e alle modalità di ponderazione delle singole materie prime. Come somiglianza principale, invece, da notare che il modo in cui i contratti future passano da una posizione su quella successiva non è sensibile a eventuali variazioni nella forma della curva dei future e avviene nelle date prestabilite, a prescindere da condizioni di "contango" o "backwardation".

La ragione per la quale il Grafico 1 ci ha colpiti è che, se si osservano gli asset allocati sugli ETF del segmento azionario o di quello obbligazionario dell'Eurozona, il quadro è completamente diverso. Ad esempio, per ciò che concerne i titoli azionari dell'Eurozona, la linea di demarcazione tra le strategie smart beta e quelle ponderate sulla capitalizzazione di mercato è, rispettivamente, di circa 6mldUSD contro 130mldUSD¹. Analogamente, per i titoli obbligazionari dell'Eurozona, la linea di demarcazione tra gli approcci smart beta e quelli più standard è stabilita approssimativamente a 2mldUSD contro oltre 60mldUSD².

IN CHE COSA LE COMMODITY SONO DIVERSE?

C'è, chiaramente, una grande differenza tra le commodity e le altre asset class e sembra come se la tendenza al mantenimento dello "status quo" abbia influenzato i titoli azionari e obbligazionari molto di più delle commodity. In ogni caso, gli approcci non smart beta sono stati lanciati per primi e sono sul mercato da più tempo.

Vale la pena notare che gli investitori non possono detenere direttamente molte commodity poiché i costi di stoccaggio possono diventare considerevoli in breve tempo. I future rappresentano un modo conveniente per generare esposizione. Tuttavia, negoziare in future non genera un'esposizione perfetta alle oscillazioni dei prezzi spot delle commodity a causa del "rendimento roll". Questa è la conseguenza dello spostarsi tra diversi contratti su commodity ed è correlata alla forma della specifica curva dei future in questione. Se i prezzi a pronti sono inferiori a quelli futuri, la curva sarà inclinata al rialzo, da sinistra a destra, e ci sarà un rendimento roll negativo (contango). Per contro, se i prezzi a pronti sono superiori ai prezzi futuri, la curva sarà inclinata verso il basso da sinistra a destra e ci sarà un rendimento roll positivo (backwardation). Per gli investitori in commodity, il rendimento roll comporta certe implicazioni aggiuntive. Può essere che ciò sia correlato alla forte domanda di ETF su commodity smart beta?

¹ Fonte: Bloomberg, dati al 18 aprile 2019. Ai fini della selezione, gli ETF devono essere negoziati su un listino dell'Europa occidentale o dell'Europa orientale, non deve trattarsi di ETN (exchange traded note), non devono essere strumenti a leva e devono essere esposti su titoli azionari dell'Eurozona in senso ampio, in opposizione a titoli azionari di singoli Paesi

² Fonte: Bloomberg, dati al 18 aprile 2019. Ai fini della selezione, gli ETF devono essere negoziati su un listino dell'Europa occidentale o dell'Europa orientale, non deve trattarsi di ETN (exchange traded note), non devono essere strumenti a leva e devono essere esposti su titoli azionari dell'Eurozona in senso ampio, in opposizione a titoli azionari di singoli Paesi.

LA FORMA DELLE CURVE DEI FUTURE SU COMMODITY

Facciamo un passo indietro: è senz'altro ragionevole prendere in considerazione la forma generale delle curve dei future su commodity per commodity differenti. Mentre alcune caratteristiche sono specifiche del contesto odierno (maggio 2019), altre sono correlate soprattutto a generici schemi di comportamento associati con alcune commodity. Di seguito abbiamo riportato una concisa suddivisione delle diverse commodity.

Commodity focalizzate sull'energia

Nell'ambito del settore Energia è il petrolio a catalizzare l'attenzione. I contratti più diffusi replicano il greggio Brent e il West Texas Intermediate. Al maggio 2019, entrambe queste commodity mostrano curve in backwardation, a indicare la previsione di un leggero calo dell'offerta, ma con l'aspettativa che quest'ultima superi la domanda in futuro.

E' importante considerare anche la "stagionalità" quando si analizzano le curve dei future su commodity. La benzina, il gas naturale e perfino il gasolio da riscaldamento tendono a mostrare questa caratteristica in gradi diversi. Ciò può provocare oscillazioni verso l'alto e verso il basso delle curve dei future, a indicare che i partecipanti del mercato prevedono un cambiamento delle dinamiche domanda/offerta con il passare dei mesi.

Metalli industriali

L'alluminio, il piombo, il rame e il nickel mostrano curve in contango al maggio 2019 e ciò indica che i prezzi a pronti sono inferiori ai prezzi previsti in futuro. Le curve sembrano avere inclinazioni lineari, a indicare una scarsa incidenza della stagionalità.

Lo stagno e lo zinco, d'altro canto, mostrano curve in backwardation al momento e ciò ci dice che l'offerta a pronti potrebbe essere modesta ma, in futuro, un suo aumento potrebbe essere in linea con la domanda relativa.

Metalli preziosi

Per l'oro, la curva dei future appare in contango al mese di maggio 2019, a indicare che la domanda potrebbe aumentare in futuro, tendenzialmente a causa di un aumento dell'inflazione o dei rischi geopolitici.

L'argento, il platino e il palladio (tutti metalli anche ad uso industriale) mostrano un andamento contrastante. Le curve dell'argento e del platino sono in contango mentre il palladio è in leggera backwardation. Il palladio ha registrato un notevole rialzo durante il 2018; tuttavia, con un po' di tempo a loro vantaggio, gli operatori del settore possono spostare la domanda dal palladio al platino (o viceversa), nel caso in cui il prezzo di un metallo salga troppo rapidamente rispetto al prezzo dell'altro. Forse questo aspetto si riflette nella forma della curva dei future sul palladio?

Le commodity del settore agricolo

Le commodity del settore agricolo sono numerose e, pertanto, non le esamineremo singolarmente in dettaglio. Tuttavia, la stagionalità incide anche in quest'ambito. Al momento, le curve dei future sul mais, il cotone e lo zucchero mostrano uno schema altalenante in termini di stagionalità. Sarebbe però sbagliato presupporre che ogni materia prima del settore agricolo rifletta sempre questo tipo di schema. Il caffè, in questo momento, mostra un trend di contango più lineare, ad esempio.

Anziché cercare di trarre troppe conclusioni dalla forma delle curve dei future in uno specifico momento, preferiremmo invece sottolineare che le curve dei future di ogni commodity cambiano nel corso del tempo. Ciò significa che il costo del rollover dei future su commodity da un mese su quello successivo varierà nel corso del tempo e sarà anche diverso per ogni materia prima. Pertanto, la flessibilità e l'adattabilità alle nuove condizioni potrebbero essere caratteristiche rilevanti nello sviluppo di un'efficace strategia d'investimento.

IL COSTO DEL ROLLOVER DEI CONTRATTI FUTURE SU COMMODITY

Il Grafico 2 replica l'impatto del rendimento roll su base annualizzata a 3 anni rolling usando l'esposizione del Bloomberg Commodity Index come riferimento.

GRAFICO 2: RENDIMENTO ROLL DEL BLOOMBERG COMMODITY INDEX (BASE ANNUALIZZATA A 3 ANNI ROLLING)



Fonte: Bloomberg, periodo dal 31 marzo 1991 al 31 marzo 2019. Include dati basati sulla metodologia del backtesting. I calcoli dal vivo del Bloomberg Commodity Index sono iniziati il 14 luglio 1998. **La performance storica non è indicativa dei risultati futuri e qualunque investimento può scendere di valore. Non è possibile investire direttamente in un indice.**

E' possibile osservare come il rendimento roll non sia costante e, anzi, fluttui considerevolmente. Il suo andamento è influenzato dalle forme delle diverse curve di commodity. Al gennaio 2019, il Bloomberg Commodity Index rappresentava l'esposizione su 23 commodity differenti, ognuna delle quali influenzava la forma della sua specifica curva dei future. L'influenza esercitata è proporzionale alla ponderazione di quella commodity nell'ambito dell'indice più ampio.

Da notare come diversi fattori influenzino la forma delle curve dei future. Pensare in termini di equilibrio domanda/offerta per ogni commodity potrebbe essere un utile punto di partenza. La curva dei future riflette essenzialmente le aspettative del mercato sull'evoluzione nel corso del tempo. Prendendo ad esempio il petrolio, se il mercato pensa che l'offerta d'oro nero sia molto abbondante è possibile prevedere un ribasso del prezzo a pronti. Se il petrolio dovesse "normalizzarsi" in futuro, l'offerta sarebbe inferiore rispetto alla domanda e ciò provocherebbe un aumento dei prezzi. Si potrebbe prevedere un'inclinazione verso l'alto nelle curve dei future, nota come contango.

Un problema per gli investitori: rendimento roll spesso negativo

Il Grafico 2 mostra come i rendimenti roll negativi sperimentati di recente dagli investitori abbiano rappresentato un vento contrario. Il fatto che ciò sia risaputo è un vantaggio per gli approcci ottimizzati su commodity che, come notato in precedenza, spesso cercano di gestire questo rischio nello specifico.

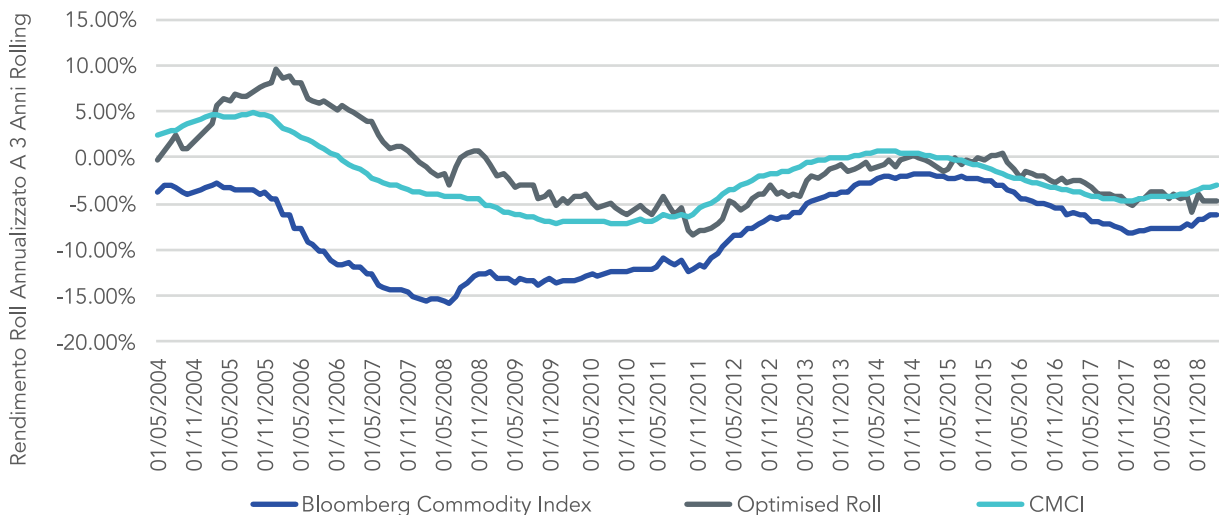
Ci sono due diversi approcci per gestire questo rischio ed entrambi si avvalgono del Bloomberg Commodity Index come base da cui trarre le esposizioni sulle singole commodity.

- + L'indice UBS Bloomberg CMCI Composite Index (CMCI): questo indice riconosce che né le fasi di contango né quelle di backwardation sono caratteristiche costanti della curva dei future di qualunque commodity ed estende le sue esposizioni sui contratti future lungo tutte le curve dei future stessi, in contrasto rispetto alla selezione di un unico contratto. Si tratta di un vantaggio poiché, ad esempio, nel caso in cui una specifica commodity stia attraversando una fase di contango, quella successiva prenderà l'esposizione dal front-month, contenendo l'impatto negativo per il rendimento roll.
- + L'indice Optimised Roll Commodity Index (Optimised Roll): questo indice valuta la forma delle singole curve di commodity ogni mese e cerca di aggiustare l'esposizione nelle diverse curve per ridurre al minimo il vento contrario. Fattore di rilevanza critica, anziché estendere l'esposizione su diversi andamenti, questa strategia ne seleziona uno solo sulla base di una panoramica mensile della rispettiva curva. Se partiamo dal presupposto che la forma della curva dei future delle diverse commodity cambia di continuo, salterà subito agli occhi la ragionevolezza di questa strategia. Ad esempio, se una commodity entra in una fase di backwardation è ragionevole massimizzare il rendimento roll positivo nella maggior misura possibile. Per contro, se una commodity entra in una fase di contango è ragionevole minimizzare il vento contrario negativo.

Gli effetti sul rendimento roll

Queste strategie mitigano veramente l'impatto del rendimento roll negativo? Abbiamo esaminato questa domanda nel Grafico 3.

GRAFICO 3: IL COMPORTAMENTO DEI RENDIMENTI ROLL NELLE DIVERSE VERSIONI DEL BLOOMBERG COMMODITY INDEX



Fonte: Bloomberg, periodo dal 31 marzo 1991 al 31 marzo 2019. Include dati basati sulla metodologia del backtesting. I calcoli dal vivo dell'Optimised Roll Commodity Index sono iniziati il 30 luglio 2013. I calcoli dal vivo dello UBS Bloomberg CMCI Composite Index sono iniziati il 1° gennaio 2007. **La performance storica non è indicativa dei risultati futuri e qualunque investimento può scendere di valore. Non è possibile investire direttamente in un indice.**

Il Grafico 3 indica che, su base annualizzata a tre anni rolling, è chiaro come sia l'Optimised Roll che il CMCI abbiano ridotto l'impatto negativo del rendimento roll. Tuttavia, non è chiaro dal Grafico 3 quale tra i due indici primeggi sotto questo aspetto. Entrambi hanno mitigato gli effetti di un rendimento roll negativo nel corso di diversi periodi annualizzati a tre anni rolling.

LA STRATEGIA SMART BETA SOVRAPERFORMA LA METODOLOGIA STANDARD?

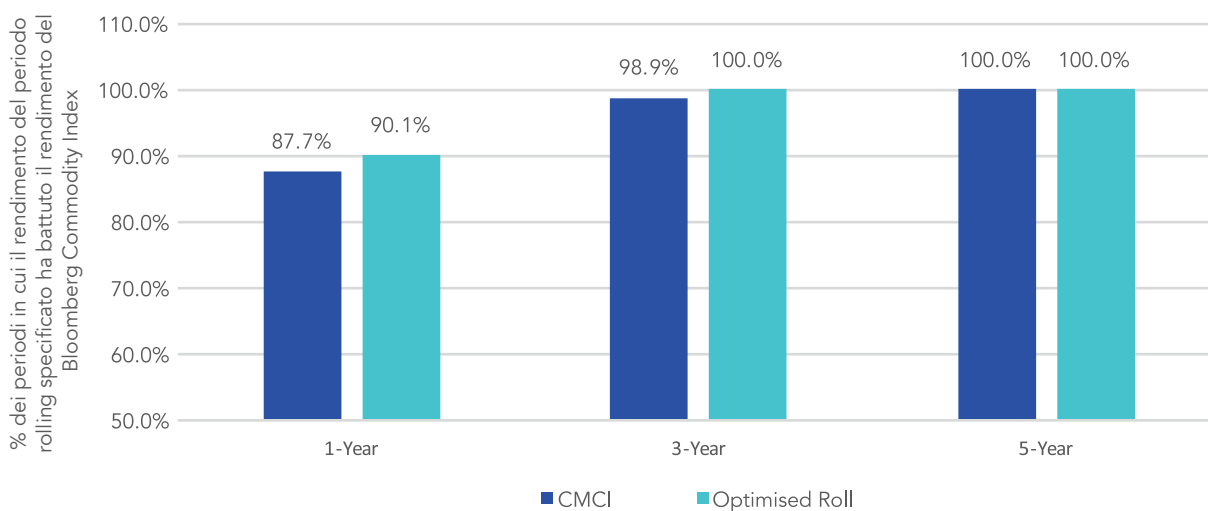
Per coloro che seguono da vicino i mercati delle commodity, la discussione sui rendimenti roll assume particolare rilievo. Tuttavia, molti investitori si accontenterebbero di capire quale dei due, tra l'approccio standard e quello smart beta, abbia riportato i risultati migliori nel corso del tempo.

Per rispondere a questa domanda, abbiamo elaborato lo schema seguente:

- + Abbiamo preso l'indice CMCI e l'Optimised Roll, due diverse opzioni smart beta che prendono come punto di partenza il Bloomberg Commodity Index per determinare le esposizioni su commodity.
- + Abbiamo poi confrontato i rendimenti a 1, 3 e 5 anni rolling. Il nostro obiettivo è quello di determinare la percentuale dei periodi rolling per ogni rispettivo periodo di tempo in cui l'approccio smart beta ha sovraperformato quello standard.

I risultati di quest'analisi sono rappresentati nel Grafico 4.

GRAFICO 4: APPROCCI SU COMMODITY SMART BETA CONTRO STANDARD – CONFRONTO DEI RENDIMENTI PER PERIODI ROLLING



Fonte: Bloomberg, periodo dal 31 marzo 1991 al 31 marzo 2019. Include dati basati sulla metodologia del backtesting. I calcoli dal vivo dell'Optimised Roll Commodity Index sono iniziati il 30 luglio 2013. I calcoli dal vivo dello UBS Bloomberg CMCI Composite Index sono iniziati il 1° gennaio 2007. **La performance storica non è indicativa dei risultati futuri e qualunque investimento può scendere di valore. Non è possibile investire direttamente in un indice.**

Il Grafico 4 mostra che, nell'analisi dei periodi a 3 e 5 anni, entrambi gli approcci smart beta all'esposizione su broad commodity hanno battuto i rendimenti del Bloomberg Commodity Index in quasi ogni periodo, e ciò depone nettamente a favore dell'uso di questi approcci. I rendimenti a un anno rolling hanno mostrato la variabilità maggiore, com'era facilmente prevedibile, poiché in genere le fluttuazioni più significative tendono a manifestarsi nei periodi più corti. Tuttavia, in questo caso, sia il CMCI che l'Optimised Roll hanno sovraperformato ancora lo standard Bloomberg Commodity Index durante oltre l'87% dei periodi a un anno rolling.

Gli investitori in commodity allocano saggiamente parte del capitale negli approcci smart beta

In conclusione, è chiaro che gli investitori in ETF hanno ben compreso i vantaggi dell'offerta smart beta o delle strategie enhanced commodity. Il vantaggio principale, a nostro avviso, è rappresentato dalla capacità di mostrare una certa sensibilità al rendimento roll, fattore che può avere un impatto negativo sostanziale sui rendimenti. In questa asset class unica, le strategie non standard, più nuove, offrono la soluzione a un problema fondamentale e i flussi degli attivi ne sono un riflesso.

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.