L'illusione delle commodity: perché investire in un ETF sul gas naturale può distruggere il capitale (anche se il prezzo sale). La trappola da -99%.

Immaginiamo uno scenario comune tra gli investitori retail: il prezzo del gas naturale crolla sui minimi ciclici. L'analisi fondamentale sembra lineare: la domanda energetica è strutturale, il consumo invernale aumenterà e il prezzo spot prima o poi dovrà rimbalzare. Per capitalizzare su questa view, l'investitore acquista quote del fondo più liquido al mondo sul tema: lo United States Natural Gas Fund (UNG). La previsione di mercato si rivela corretta: negli anni successivi il prezzo spot della materia prima attraversa violente risalite, raddoppiando o triplicando di valore in diversi cicli. Eppure, aprendo il conto titoli a distanza di anni, la sorpresa è amara: il valore dell'investimento in UNG non è cresciuto, ma è stato quasi interamente azzerato. Com'è possibile registrare una performance disastrosa su un asset il cui sottostante è cresciuto così tanto? La risposta risiede nell'architettura finanziaria stessa degli strumenti di replica su materie prime: il meccanismo del roll yield.

Anatomia di un ETF/ETC sintetico sulle materie prime

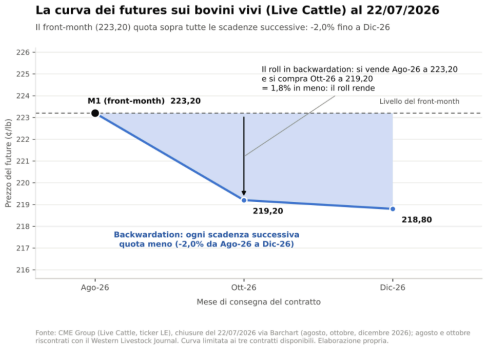
Per comprendere l'origine di questa divergenza strutturale, occorre analizzare la differenza fondamentale tra un ETF azionario/obbligazionario e un fondo su commodity. Quando un ETF replica l'indice S&P 500, acquista fisicamente i titoli azionari e li deposita presso una banca custode. Nel comparto delle materie prime energetiche, la replica fisica diretta è impraticabile per un veicolo d'investimento aperto. Infatti, un fondo sul gas naturale non può prendere in consegna miliardi di piedi cubi di gas compresso poiché i costi di noleggio dei depositi sotterranei, la liquefazione e il trasporto azzererebbero immediatamente il possibile profitto. Per idrocarburi e soft commodity lo stoccaggio fisico è economicamente proibitivo, gli emittenti ricorrono, quindi, alla replica sintetica basata su contratti derivati futures.

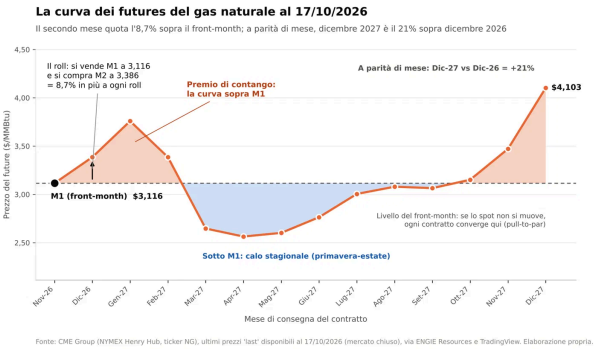
La dinamica del "Roll" e la struttura a termine: Contango vs Backwardation

Per mantenere un'esposizione ininterrotta alla materia prima senza mai giungere alla consegna fisica, il gestore del fondo implementa una rotazione sistematica: liquida il contratto prossimo a scadenza, definito front-month, e contestualmente acquista quello con scadenza successiva, detto second-month. L'impatto economico di questo passaggio continuo dipende interamente dalla forma della curva forward dei futures, che riflette le aspettative di prezzo, la stagionalità e i costi di detenzione della materia prima lungo l'orizzonte temporale. Nella maggior parte delle condizioni di mercato, la curva del gas naturale scambia in una configurazione definita contango, in cui i contratti con scadenza futura quotano a un prezzo superiore rispetto a quelli con scadenza ravvicinata. Questa struttura è determinata da vincoli fisici e microeconomici: comprimere, liquefare o immagazzinare volumi titanici di gas in depositi sotterranei comporta oneri logistici, assicurativi e finanziari elevatissimi, i cosiddetti carrying costs, che vengono incorporati direttamente lungo le scadenze della curva.

Quando il fondo opera in regime di contango, è costretto a vendere il contratto "corto" a una quotazione inferiore per ricomprare quello del mese successivo a un prezzo più elevato. A parità di

capitale investito, il veicolo controlla così una quantità progressivamente minore di futures. Con il trascorrere dei giorni, man mano che il nuovo contratto si avvicina alla propria scadenza, il suo valore converge fisiologicamente verso il prezzo spot attraverso il meccanismo del pull-to-par. Se la quotazione a pronti rimane invariata, il differenziale pagato durante la sostituzione evapora del tutto: il fondo incassa una perdita monetaria netta e quantificabile, nota come decadimento da roll yield o roll decay, generata unicamente dal passare del tempo. La situazione opposta, la backwardation, si manifesta quando il contratto a pronti scambia a premio rispetto a quelli futuri. Questo assetto si verifica solo in presenza di shock immediati e violenti sull'offerta o di improvvise impennate della domanda istantanea, come durante un'ondata di gelo artico imprevista che congela i pozzi estrattivi e fa esplodere i consumi di riscaldamento. In tali circostanze, gli operatori industriali sono disposti a pagare un sovrapprezzo significativo per ottenere subito la disponibilità fisica della molecola di gas, generando un elevato convenience yield. Vendendo a caro prezzo il contratto vicino per ricomprare a sconto quello successivo, il fondo ottiene un rendimento aggiuntivo positivo. Questi episodi costituiscono eccezioni brevi e isolate all'interno di un quadro strutturalmente dominato dal contango.



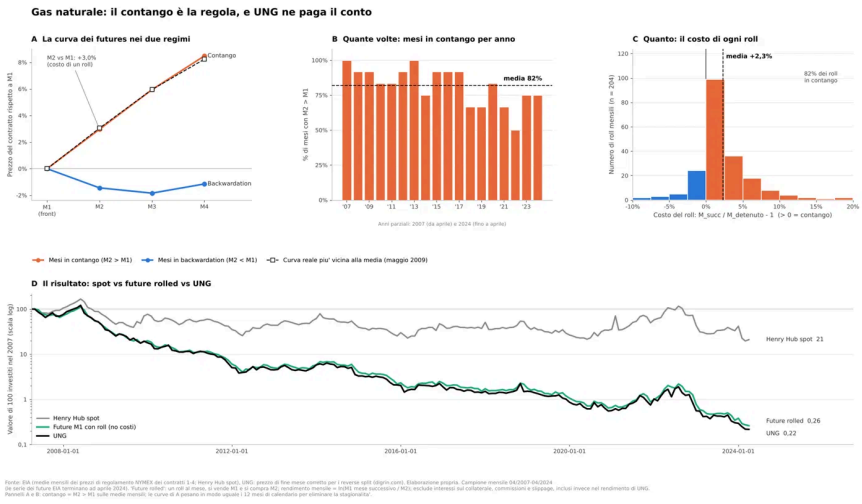


La scomposizione analitica del Total Return sullo strumento

L'errore più comune tra i risparmiatori consiste nel sovrapporre l'andamento del prezzo spot alla performance effettiva del prodotto finanziario. Il rendimento complessivo di un fondo a replica sintetica è regolato dall'equazione del Total Return, che scompone il risultato in tre motori distinti: lo Spot Return, il Roll Yield e il Collateral Yield. Lo Spot Return misura la pura variazione percentuale del prezzo della materia prima, ovvero il dato visibile sui grafici generici di mercato e spesso l'unico parametro osservato dagli investitori non professionali. Il Roll Yield rappresenta il guadagno o la perdita derivante dal differenziale di prezzo tra i contratti durante la rotazione periodica; quando la curva è inclinata verso l'alto, questo fattore agisce come un attrito continuo capace di distruggere tra il 20% e il 40% di valore su base annua, neutralizzando anche consistenti rimbalzi della materia prima. A chiudere l'equazione interviene il Collateral Yield, originato dal fatto che assumere una posizione in futures richiede soltanto una frazione del nozionale come margine di garanzia. La liquidità residua viene investita dal fondo in titoli di debito sovrano a brevissimo termine, come i Treasury Bill statunitensi, i cui interessi monetari confluiscono nel valore della quota, offrendo un modesto cuscinetto nei periodi di tassi elevati ma restando quasi nulli in regimi di politica monetaria espansiva.

La combinazione di queste componenti innesca un meccanismo di interesse composto distruttivo. Se nei mercati azionari il tempo favorisce l'investitore grazie al reinvestimento dei flussi di cassa, un fondo penalizzato da un roll yield cronicamente negativo vede erodere ogni mese la propria base di calcolo. Anche nell'eventualità in cui il gas a pronti dovesse raddoppiare nell'arco di tre anni, la contrazione cumulativa dei contratti in portafoglio rende matematicamente arduo recuperare le perdite

pregresse, trasformando questi veicoli in strumenti adatti al trading tattico di brevissimo respiro, ma letali per qualsiasi strategia di accumulo di lungo periodo.



Contestualizzazione con il mercato del gas naturale

La realtà del gas naturale è quella di un mercato a stoccaggio fortemente limitato e confinato a logiche regionali. Negli Stati Uniti, gran parte dell'offerta non risponde neppure in modo elastico ai prezzi del gas stesso, essendo estratta come gas associato, un sottoprodotto inevitabile del fracking petrolifero nei bacini come il Permian Basin. Con un costo marginale di estrazione pari quasi a zero, i produttori continuano a estrarre idrocarburi liquidi inondando il mercato di gas anche quando i prezzi all'hub crollano a livelli infimi. Questa costante sovrabbondanza fisica, unita all'impossibilità di immagazzinare indefinitamente la produzione in eccesso, trasforma il contango in una condizione strutturale e permanente, interrotta soltanto da anomalie meteorologiche estreme e transitorie. Di conseguenza, nel gas il continuo attrito del contango annienta qualsiasi ritorno alla media prima che l'investitore possa beneficiarne.

Sul piano pratico, queste dinamiche impongono una rigorosa consapevolezza del mandato di tali strumenti. I veicoli a replica front-month nascono primariamente per soddisfare esigenze di copertura a brevissimo termine da parte di operatori industriali o per l'esecuzione di strategie di momentum e trading tattico con orizzonti temporali misurabili in giorni o settimane, contesti in cui l'impatto cumulativo del roll decay è marginale. Quando i gestori professionali desiderano implementare un'esposizione strategica alle materie prime riducendo al minimo l'attrito dei derivati, ricorrono a strutture a roll ottimizzato. Anziché rinnovare meccanicamente sul mese successivo, queste soluzioni distribuiscono la posizione lungo una scala temporale più distesa, selezionando contratti a dodici mesi o scadenze intermedie dove la pendenza della curva forward tende ad appiattirsi e il contango risulta meno penalizzante. In contesti ancora più sofisticati, gli asset manager adottano strategie curve-neutral o approcci long-short lungo la curva a termine, trasformando proprio l'inefficienza del roll yield da una minaccia per il rendimento a una fonte sistematica di alfa decorrelato.

Autore: Luca Donà (Asset Management Associate)

Revisione: Francesco Manzi (Head of Asset Management Division)