

Dal pessimismo d'inizio 2016 all'ottimismo d'inizio 2017

A DISTANZA DI UN ANNO IL SENTIMENTO
DEGLI INVESTITORI SULL'AZIONARIO
SI È COMPLETAMENTE RIBALTATO,
COMPILICE L'ECCESSIVA PRUDENZA
MANTENUTA NEI PORTAFOGLI PER
BUONA PARTE DEL 2016.



15 min.



**Paolo
Calcinari
Ansidei**

Consulente finanziario da oltre 20 anni, consiglia privati e imprese a pianificare e gestire investimenti finanziari. Studioso di Finanza Comportamentale e del sentimento degli investitori, in qualità di relatore ha partecipato a diversi convegni. Fondatore del sito www.sentimentcharts.it e autore nel blog paolocalcinari.com

pocalcinari@gmail.com

L'avversione al rischio degli investitori nel 2016, nata con la brutta partenza d'inizio anno, alimentata poi dalla Brexit (minimo per le borse europee), rafforzatasi con il timore della vittoria di Trump alle elezioni presidenziali Usa, è stata infine smentita dal referendum Italiano, al cui esito negativo la borsa italiana si era già preparata con una perdita pari al 24% e un record di posizioni ribassiste (short) sulle azioni italiane come riportato dall'AD di Borsa Italiana.

Ecco spiegato il rialzo successivo. Investitori ansiosi di ricoprire le posizioni "short" in un contesto, post elezione Trump,

più favorevole per le asset class rischiose.

Il risultato di questa esagerata prudenza degli investitori, non giustificata dai fondamentali micro e macro che dall'estate andavano migliorando, è stato che la performance dei mercati azionari nel 2016 si è materializzata solo negli ultimi 2 mesi dell'anno. Infatti, l'indice delle borse mondiali all'inizio di novembre era leggermente positivo rispetto al primo gennaio 2016, dopo il -16% segnato a metà febbraio, ma ha poi chiuso l'anno con +9%.

Il cambio di sentimento degli investitori, dal pessimismo di metà febbraio 2016 all'ottimismo di fine anno/inizio anno nuovo, è la faccia della stessa medaglia, dove dall'altra parte vi è il +25% del mercato azionario mondiale dai minimi dell'anno.

Nei precedenti articoli (INVESTORS' n. 4, 5 e 6 del 2016) mi sono più volte soffermato, analizzando i dati del Bank of America ML Survey, sul fatto che gli stessi gestori di fondi, ad esempio con un'esagerata quota di liquidità nei portafogli, fossero molto prudenti e di quanto questo fosse favorevole per il mercato azionario.

Il punto di svolta è stato indubbiamente l'elezione di Trump, la quale ha innescato una revisione totale dell'asset allocation degli investitori, accelerata dal rafforzamento del dollaro.

Non solo una rotazione tra aree geografiche o tra diverse tipologie d'investimento ma anche settoriale.

Il grafico in figura 1 rappresenta, dal giorno successivo l'elezione di Trump fino ai primi giorni del 2017, i flussi di capitale in uscita e in entrata dalle diverse asset class d'investimento. Secondo questi dati, dopo le elezioni di Trump, la preferenza

Referendum, posizioni short kolossal contro gli asset italiani

29 novembre 2016, di **Daniele Chicca**

In vista del referendum costituzionale di domenica, gli investitori internazionali "detengono posizioni short colossali" negli asset italiani, in particolare negli Stati Uniti e negli altri paesi dove sono situate le mani forti e i grandi player di mercato. Lo ha detto **Raffaele Jerusalimi**, AD di Borsa Italiana, durante una conferenza a Milano.

L'incertezza sul futuro politico italiano in seguito all'esito del voto del 4 dicembre sta innervosendo gli investitori e alimentando la paura sugli asset del paese. Il Tesoro ha collocato sul mercato titoli del debito governativo a 5 anni, dovendo sborsare i tassi più alti da giugno del 2015. Sul secondario, lo spread tra Btp decennali e Bund omologhi scambia in area 190 punti base, ai massimi da maggio 2014.

Tabella 1: Articolo su Wall Street Italia.com

L'articolo è relativo a dichiarazioni dell'AD di Borsa Italiana precedenti al referendum del 4 Dicembre 2016.

Fonte: Wall Street Italia.com

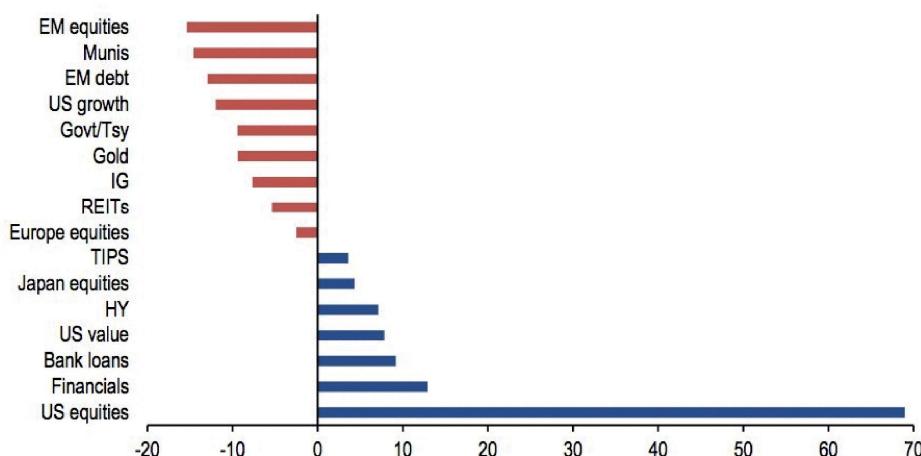
degli investitori è andata nettamente alle azioni americane, con quasi 70 miliardi di dollari di acquisti, mentre le azioni e le obbligazioni emergenti sono state penalizzate non solo dal rialzo del dollaro ma dal timore di un ritorno del protezionismo da parte degli Usa.

Allargando l'analisi, sempre secondo i dati di BofAML, dall'inizio del 2016 i flussi in acquisto sulle azioni, successivi all'elezione di Trump, non hanno permesso di portare in territorio positivo il saldo cumulato sull'asset class azionaria. Viceversa il flusso cumulato sull'asset class obbligazionaria a

cavallo di fine 2016 e inizio 2017 si è riavvicinato al picco storico, grazie ai flussi in entrata sulle obbligazioni high yield che hanno compensato l'uscita dai fondi obbligazionari governativi.

All'ottimismo sul mercato azionario ha fatto da contro-altare il pessimismo estremo sull'obbligazionario governativo, con il totale delle posizioni ribassiste (short) sul futures del Treasury Note decennale US che hanno raggiunto un livello mai visto negli ultimi 10 anni, da qui l'accelerazione al rialzo dei tassi d'interesse che a sua volta ha alimentato l'accumulo di posizioni rialziste (long) sul dollaro americano.

Chart 1: Cross-asset fund flows since US election (\$bn)

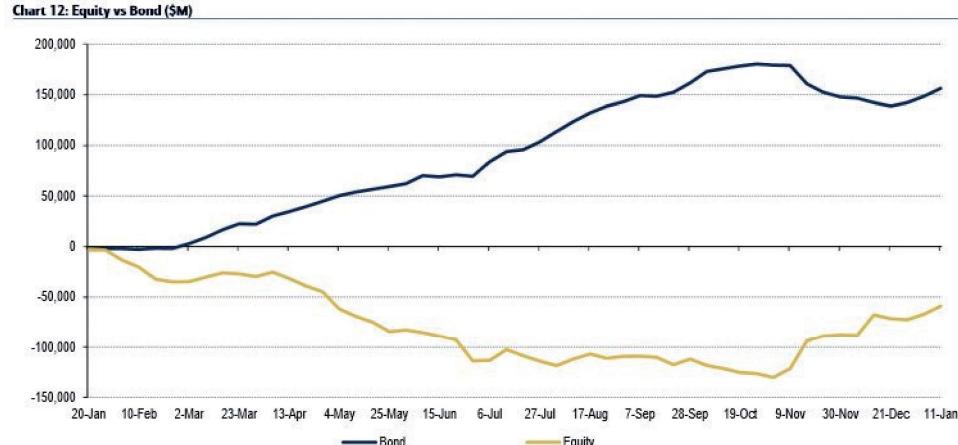


Note: week ending on Nov 9 2016 to present

Figura 1: Flussi in entrata e in uscita

Così hanno reagito le diverse asset class all'elezione di Trump.

Fonte: BofAML, EPFR Global

**Figura 2: Equity vs Bond**

Flussi cumulati su azioni e obbligazioni.

Fonte: BofAML

Il 2016 era iniziato con una discreta preoccupazione, dovuta alla Cina e al collasso delle materie prime, dopo un anno de-ludente, con i guadagni del 1° semestre 2015 andati in fumo per colpa della svalutazione del Renminbi ad Agosto e parzialmente recuperati nell'ultimo trimestre (l'S&P 500 chiuse il 2015 con +1,4%).

Fu così che la maggior parte degli indicatori di sentimento nei primi giorni del 2016 iniziarono a registrare il cambiamento di umore degli investitori, i quali con il passare dei giorni, fino alla metà di febbraio, diventarono sempre più pessimisti e avversi al rischio.

A distanza di un anno il sentimento degli investitori sull'azionario si è completamente ribaltato.

La media a 21 giorni dell'Equity Put/Call Ratio è scesa al 1 gennaio 2017 a 0,62 segnalando un aumento delle preferenze dei traders per le opzioni Call (rialziste). L'indice della volatilità (Vix) è sceso ai minimi da 10 anni a 11 per poi chiudere l'anno a 14. I rialzisti nel sondaggio AAII sono cresciuti di oltre 20 punti percentuali, mentre i manager di portafoglio della NAAIM hanno portato la loro posizione media sulle azioni oltre il 100% (parziale uso di leva).

Il cambio d'umore degli investitori privati è ben rappresentato dalla media mobile a 8 settimane dei rialzisti nel sondaggio dell'American Association of Individual Investors, la quale dopo essere scesa in coincidenza della Brexit ai minimi da 20 anni, sotto il valore raggiunto sui minimi di febbraio 2016, ha messo a segno un netto aumento che ha accompagnato il rally dell'S&P 500.

Anche i professionisti degli investimenti, come i manager di portafoglio riuniti nella NAAIM, dopo la prudenza manifestata tra l'estate 2015 e il febbraio 2016, sono tornati a dare fiducia all'azionario portandolo alla massima esposizione. Una lettura leggermente superiore al 100%, come quella

precedente il Natale, indica che la media dei manager è investita a pieno sull'azionario con anche un leggero utilizzo della leva finanziaria.

Anche tra i redattori di newsletters finanziarie, partecipanti al sondaggio di Investors Intelligence, il 2017 mostra una preponderanza di rialzisti, superiore al 60%.

Dal 1989, da quando è redatto questo sondaggio settimanale, una tale quota di ottimisti si è registrata solo nell'1,8% del tempo (26 settimane su 1.452). I casi precedenti

c'insegnano che l'S&P 500 tende nell'arco delle successive 3-4 settimane a ripiegare nella maggioranza dei casi.

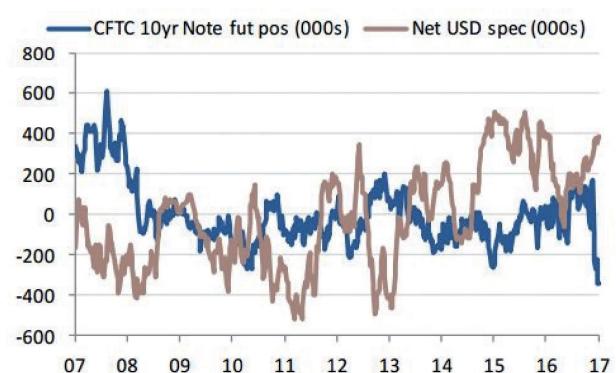
Altro sondaggio sul sentimento degli investitori Usa, meno conosciuto del precedente, quello di Consensus, ha mostrato all'inizio del nuovo anno una quota elevata di rialzisti, al 74%.

| | 1/2/2016 | 1/2/2017 | Change |
|--|----------|----------|--------|
| 21-day M.A. Equity P/C Ratio | 0.71 | 0.62 | ⬇ |
| VIX | 17.29 | 14.04 | ⬇ |
| AAII Bullish Sentiment | 25.07% | 45.57% | ⬆ |
| AAII Bullish Sentiment (8 period M.A.) | 29.54% | 43.55% | ⬆ |
| NAAIM Exposure Index | 47.7 | 100.6 | ⬆ |

Tabella 2: Sentiment a confronto

Confronto dei valori di alcuni indicatori di sentimento tra inizio 2016 e inizio 2017. Fonte: Stockcharts.com

CFTC positioning – a very big T-Note short....

**Figura 3: Futures Treasury Note 10 anni e dollaro**

Nell'immagine le posizioni nette su futures Treasury Note 10 anni e sul dollaro. Fonte: CFTC, Società Generale

I casi precedenti c'insegnano che l'S&P 500 tende nell'arco delle successive 3-4 settimane a ripiegare nella maggioranza dei casi

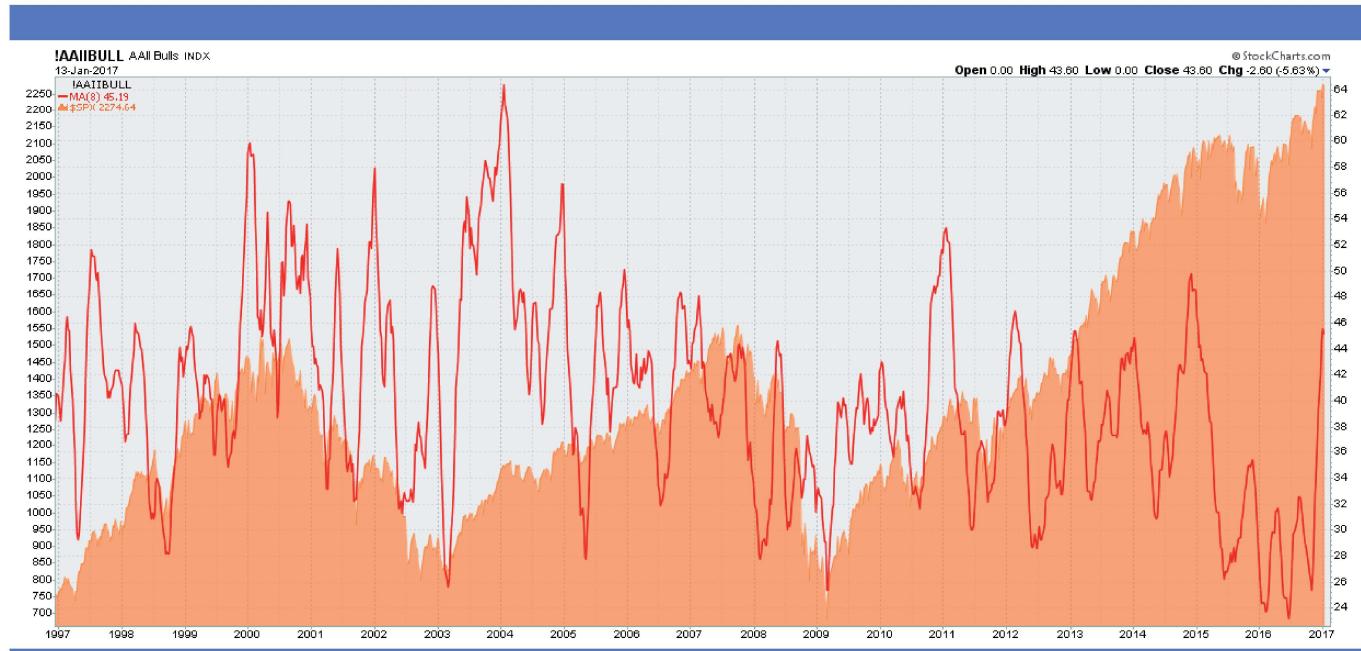


Figura 4: Sondaggio AAII e S&P 500

Media mobile a 8 settimane dei rialzisti nel sondaggio AAII e S&P 500.

Fonte: Stockcharts.com

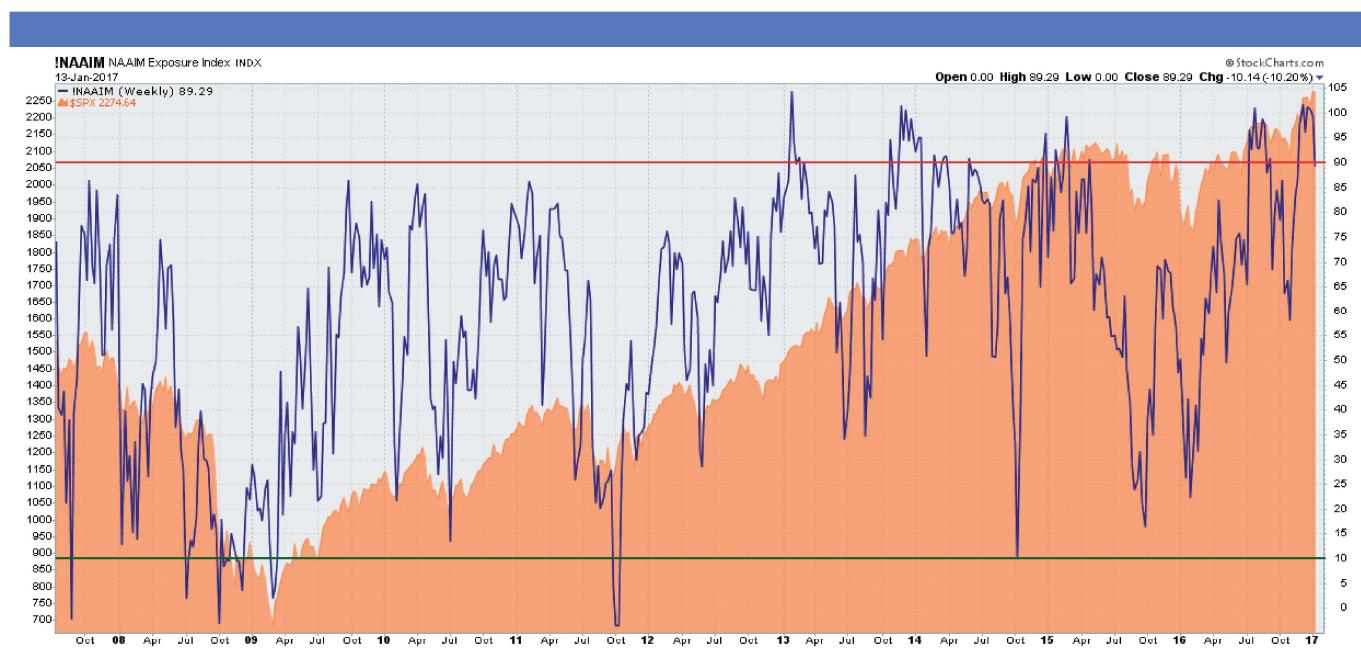


Figura 5: NAAIM e S&P 500

Posizione media in azioni nei portafogli dei manager riuniti nella NAAIM e S&P 500.

Fonte: Stockcharts.com

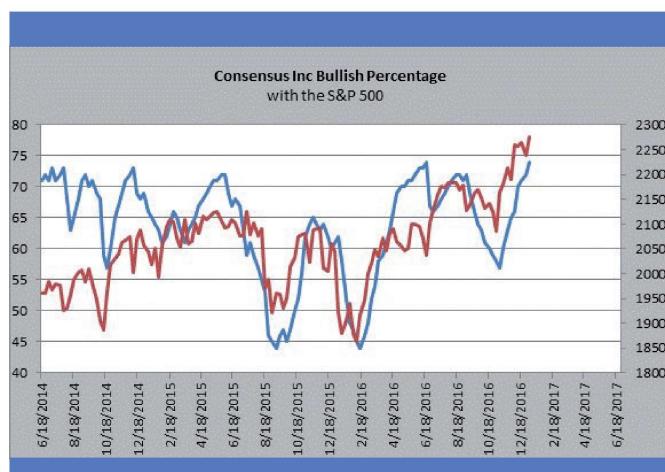


Figura 6: Sondaggio Consensus.inc e S&P 500

Possiamo vedere la percentuale dei rialzisti nel sondaggio Consensus.inc e S&P 500.

Fonte: Consensus-inc.com

Per trovare un picco di tale ottimismo è sufficiente tornare a 2 giorni prima la Brexit. Pare quindi che il 2017, sulla base del sentimento degli investitori e dal tono ancora positivo degli indici azionari nei primi 10 giorni, sia iniziato sotto i migliori auspici. La storia c'insegna, soprattutto quella del 2016, che le sorprese sia positive ma anche negative sono dietro l'angolo. Nel breve termine non è il caso per chi è rimasto alla finestra, facendosi sfuggire per eccessiva prudenza il rialzo degli ultimi mesi, di rincorrere i prezzi: l'anno è appena iniziato e le occasioni si presenteranno sicuramente per chi ha la giusta propensione al rischio e l'adeguato orizzonte temporale.

Fa ben sperare comunque il fatto che gli strategist di Wall Street si professano cauti sulle potenzialità di rialzo delle azioni nel 2017. Il range delle previsioni sull'incremento che dovrebbe avere l'S&P 500 nell'anno oscilla tra il 3 e il 5%.

Se il range medio si fosse attestato sopra il 10% allora sì che ci si dovrebbe preoccupare.

Altra conferma della prudenza degli strategist di Wall Street è la quota media di azioni consigliata da loro nell'asset allocation, di poco superiore al 50% a cavallo delle recenti festività.

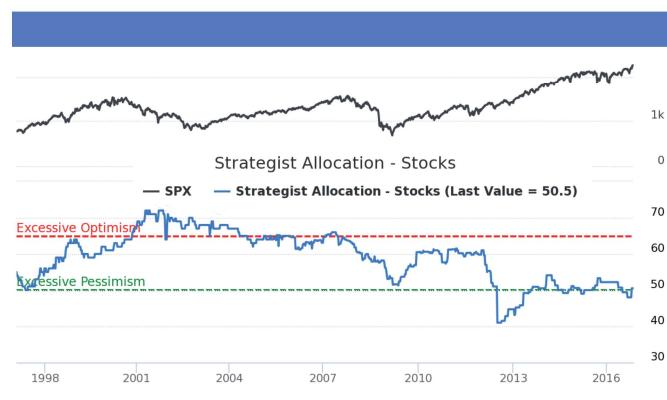


Figura 7: Strategist allocation

Quota media di azioni consigliata dagli strategist di Wall Street nell'asset allocation.

Fonte: Sentimentrader.com

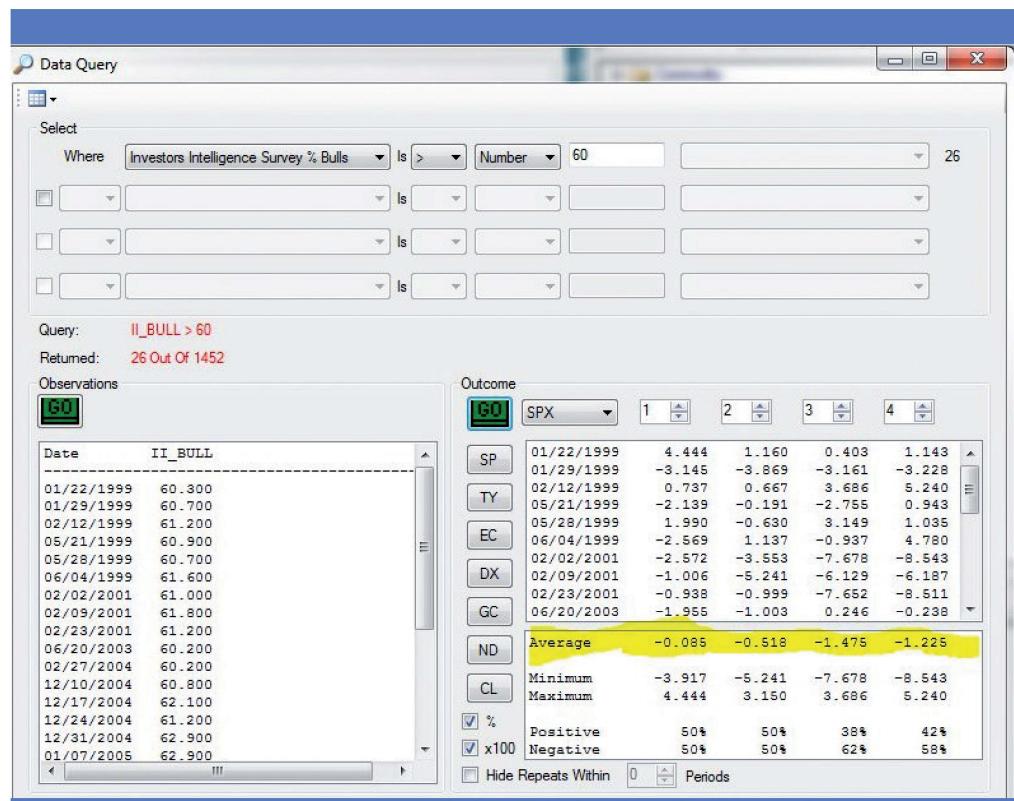


Tabella 3: Test di performance

Test di performance a 1, 2, 3 e 4 settimane dopo i casi in cui la quotazione dei rialzisti del sondaggio Investors Intelligence supera il 60%.

Fonte: InvestorsIntelligence.com

Nonostante i 600 punti di guadagno dell'S&P 500 dal settembre 2013 la quotazione consigliata dagli strategist è rimasta invariata, ben distante dal picco a 61,5% registrato nell'attuale bull market a inizio marzo 2011, per non parlare di quello registrato a metà maggio 2007 al 66%.

A parte il brevissimo termine, dove qualche eccesso di ottimismo necessiterà di essere smaltito, il 2017 potrebbe essere un altro anno in cui molti investitori prudenti saranno costretti a rivedere la loro asset allocation in azioni, purtroppo in ritardo. ©