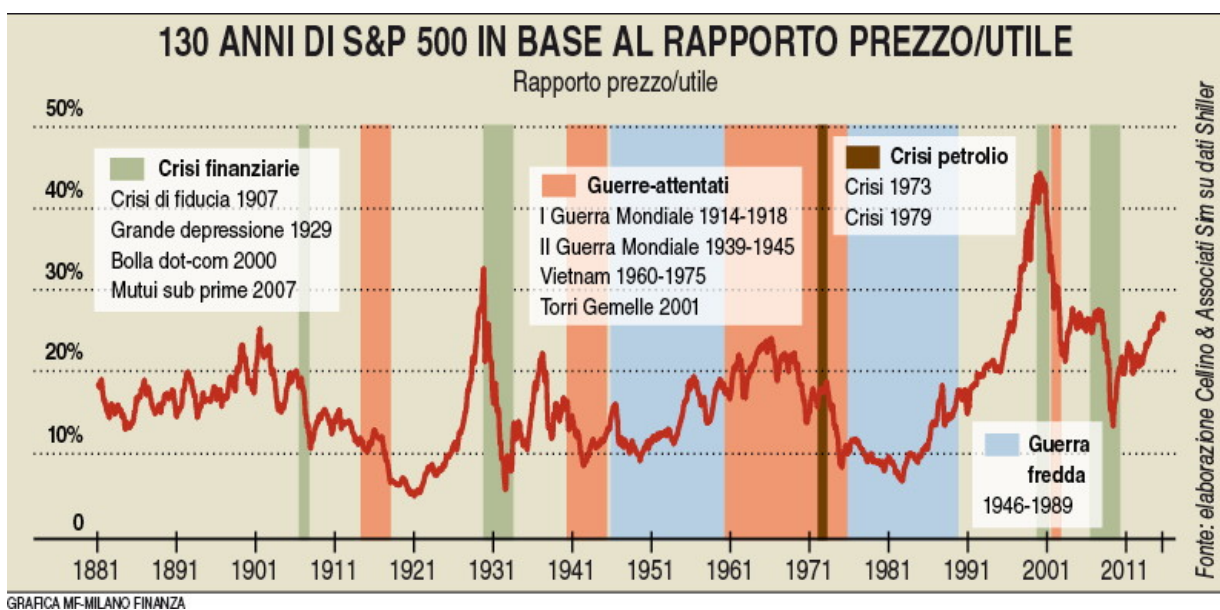


Buy su Italia e periferici

L'accordo su Atene è un compromesso che si basa su equilibri precari, ma è servito a tranquillizzare i mercati. Ora occorre sfruttare i prossimi mesi di calma apparente per posizionarsi su listini sottovalutati

di **Oliviero Lenci e Silvio Olivero***

Sul quotidiano inglese Telegraph, il columnist Ambrose Evans-Pritchard ha scritto che Alexis Tsipras sperava nella vittoria del sì nel referendum da lui stesso indetto per approvare l'accordo con i creditori, relativamente al quale, come noto, ha fatto campagna elettorale in favore del no.



Semplicemente il primo ministro greco, non avendo mai preso in considerazione l'uscita del proprio Paese dall'euro, quando ha compreso che l'unica alternativa era quella di accettare le condizioni dei creditori, ha sperato che la delegittimazione popolare derivante da una vittoria del sì gli consentisse delle onorevoli dimissioni, lasciando ad altri l'onta di firmare l'accordo.

L'idea poteva apparire fantasiosa, ma la resa incondizionata di Tsipras alle pesantissime pretese dei creditori, avvenuta nella notte fra il 12 e il 13 luglio, ha dimostrato che il governo greco era completamente impreparato a gestire la fase post referendum, con l'eccezione, forse, dell'ex ministro delle finanze Yanis Varoufakis, dimessosi poche ore dopo l'esito del voto.

Come ha notato Paul Krugman sul New York Times, la Grecia aveva in gran parte già sostenuto il costo dell'uscita dall'euro: i capitali erano infatti defluiti rapidamente dal Paese appena dopo l'insediamento del governo guidato da Syriza, le banche erano tecnicamente fallite e i titoli del debito pubblico (i pochi ancora in circolazione da quando ai creditori privati si è sostituita la Troika) quotavano una piccola percentuale del loro valore nominale.

Dunque, dopo avere fatto pagare ai propri concittadini quasi per intero il prezzo di un'uscita dall'euro scegliendo una strategia negoziale intransigente, Tsipras, con il repentino cambio di atteggiamento nei confronti dei creditori, ha presentato ai greci l'altrettanto salato conto necessario a permanervi.

Senza volersi ergere a giudici dell'operato di Tsipras, si può però notare che il premier greco ha capitolato a causa di quella che oggi sappiamo essere una granitica fede nell'Europa e nell'euro. Dall'Europa si aspettava probabilmente maggiore solidarietà, mentre dall'euro non ha avuto il coraggio di staccarsi: tutto questo gli ha impedito di compiere (o anche solo di minacciare) una scelta finale certamente durissima, ma coerente con la strategia del muro contro muro portata avanti per cinque mesi. Dunque per ora l'euro è salvo e i mercati, se fingono di non sapere che l'accordo che è stato imposto alla Grecia è solo un compromesso fra le aspre contrapposizioni che avvelenano l'Eurogruppo, possono tirare un sospiro di sollievo.

Se il terzo piano di salvataggio della Grecia partirà, quindi, le borse potranno beneficiare per qualche mese della ritrovata calma: quelle europee potranno sovraperformare e, fra queste, in particolare quelle dei Paesi periferici, ancora fortemente sottovalutate.

La grande debolezza politica europea impone però di approfondire il senso dell'attuale sottovalutazione di alcuni mercati: in linea di massima, un mercato è sottovalutato se, in media, i titoli in esso quotati sono scambiati a prezzi relativamente inferiori a un qualche parametro fondamentale. Il modo migliore, a nostro giudizio, per illustrare il concetto lo suggerisce Robert Shiller, dimostrando che, per oltre un secolo, il rapporto fra il prezzo e gli utili (rettificati per il ciclo economico) dell'indice S&P 500 ha oscillato attorno a una media di lungo periodo di circa 15, come illustrato nel grafico in pagina. Dunque, poiché i movimenti dell'indicatore sono governati dal prezzo, quando questo è inferiore a 15 volte l'utile, si potrà affermare che il mercato è sottovalutato e i prezzi sono destinati a salire, e il contrario quando il prezzo eccede il multiplo di 15.

Come abbiamo già avuto occasione di scrivere in passato, alla luce di questo modello, fra tutti i mercati azionari mondiali sono proprio quelli dell'Europa periferica a evidenziare il livello di sottovalutazione più elevato. Per questo motivo abbiamo affermato che la ritrovata tranquillità che deriverebbe da una soluzione, anche temporanea, della crisi greca dovrebbe vederli scattare con maggior intensità. Una cosa deve essere però chiara: il modello di Shiller funziona se il mercato cui viene applicato è l'espressione di un sistema economico stabile. Il grafico che abbiamo presentato abbraccia un periodo di tempo durante il quale gli USA sono stati coinvolti in due guerre mondiali ed in un'innomerevole quantità di guerre locali, ci sono state crisi energetiche, un'interminabile guerra fredda, varie crisi finanziarie e orribili attacchi terroristici, ma il sistema politico ed economico USA ha retto ad ogni urto senza disgregarsi. Possiamo avere altrettanta fiducia nella stabilità dell'eurozona? Probabilmente no: questo "accordo" raggiunto per il salvataggio della Grecia, come sopra accennato, è la prova non solo dell'assenza di un'autentica solidarietà europea, ma anche delle profonde divisioni che permangono fra i Paesi dell'area. La cosa è manifesta, ma il tempo "comprato" dalla BCE attraverso il Quantitative Easing sembra ancora sufficiente a rinviare il problema. Per il momento, dunque, la sottovalutazione dei mercati europei appare più un'occasione da cogliere nel medio periodo che un'opportunità di investimento a lungo termine. Solo se la politica abbandonerà le visioni nazionalistiche e sarà capace di riformare l'eurozona, ponendo i presupposti per un futuro di stabilità, si potrà osservare un prolungato e intenso recupero dei mercati azionari, ma anche, e soprattutto, una ritorno della fiducia per milioni di cittadini europei attualmente tormentati dalla crisi.