



- **Putin in guerra contro l'Ucraina**
- **Occidente compatto**
- **Banche centrali nei pasticci**

## **Putin in guerra contro l'Ucraina**

Care lettrici, cari lettori, di fronte alla guerra scatenata da Putin contro l'Ucraina è difficile tenere la mente concentrata sulla normalità quotidiana e – nel mio caso – scrivere di sviluppi economici ed evoluzione dei mercati finanziari. Come tutti, siamo profondamente scossi da ciò che accade nell'Est Europa e vogliamo esprimere la nostra vicinanza alle persone colpite dal conflitto. Le notizie e le immagini che giungono dall'Ucraina ci lasciano senza parole. Tuttavia, anche e proprio in tempi difficili come questi, è nostro compito accompagnare nel miglior modo possibile i nostri clienti offrendo loro gli strumenti per orientarsi. Che vi sia un'esigenza forte in tal senso è dimostrato dalle numerose richieste che riceviamo ogni giorno.

## **Occidente compatto**

Nonostante le dolorose esperienze maturate dall'Europa in ambito bellico e la responsabilità particolare che ne deriva, molti sono rimasti stupiti dalla compattezza con cui l'Occidente e la comunità internazionale hanno risposto all'aggressione di Putin. La quasi unanime condanna della guerra ingaggiata dalla Russia contro Kiev espressa dall'Assemblea generale delle Nazioni Unite mostra che Putin, con il suo gesto, non si è isolato solo rispetto all'Europa e agli USA, ma alla stragrande maggioranza dei paesi del mondo.

Oltre a questa unità d'intenti, a stupire sono stati anche il numero e la portata delle sanzioni inflitte a Mosca, che nel complesso rappresentano un gravame non da poco per l'economia russa e le sue future prospettive di sviluppo. Le sanzioni, però, si ripercuoteranno anche su paesi dello schieramento occidentale, specialmente in Europa centrale e orientale. E anche noi svizzeri ne toccheremo con mano le conseguenze, direttamente o indirettamente: che sia per l'aumento dei prezzi del carburante e dei costi del riscaldamento o magari perché costerà di più fare la spesa o ancora perché aumenteranno i costi di produzione per le imprese. Il fat-

to che i paesi europei siano esposti in misura diseguale agli effetti delle sanzioni non incrina minimamente il fronte della solidarietà. Nel caso della Svizzera, ad esempio, la quota di combustibili fossili utilizzata per produrre elettricità è trascurabile e anche il numero di impianti di riscaldamento a gas è nettamente inferiore che non in Germania. La nostra economia, però, risentirà innegabilmente dell'assenza dei turisti russi, delle incertezze nel commercio delle materie prime e anche delle sanzioni patrimoniali inflitte agli oligarchi alleati di Putin.

## **Banche centrali nei pasticci**

Anche le banche centrali hanno un bel dilemma da risolvere, su entrambe le sponde dell'Atlantico. Già prima dell'attacco di Putin all'Ucraina i tassi d'inflazione erano elevati. A gennaio il rincaro negli USA aveva toccato quota 7,5%, il dato di febbraio per l'Eurozona si attestava al 5,8%. E anche da noi in Svizzera nel secondo mese dell'anno si è superata di due decimi di punto la soglia del 2%. La guerra nell'Est europeo ha imbrogliato le carte di tutti coloro che contavano su un rallentamento almeno lieve del rincaro nei mesi a venire. Insomma, lo scenario avrebbe indotto le banche centrali ad adottare una politica monetaria più restrittiva.

Dall'altro lato, però, la guerra di Putin pregiudica almeno per quest'anno le prospettive di crescita del mondo e, in special modo, dell'Europa. Anche se il rallentamento della congiuntura dovrebbe risultare limitato in considerazione di registri degli ordini generalmente già «gonfi», di fatto in una situazione come quella attuale la politica monetaria sarebbe chiamata a fungere da supporto.

Noi però siamo convinti che la Fed manterrà la rotta restrittiva imboccata ultimamente, anche se per ora, con grande probabilità, i giri di vite saranno più blandi e meno serrati di quanto preventivato. Da parte sua, la BCE respinge invece a data da destinarsi il primo prudente intervento sui tassi ipotizzato per quest'anno. Anche la BNS dovrebbe restare fedele alla sua politica monetaria accomodante.

Ai nostri clienti consigliamo un'ampia diversificazione del portafoglio tenendo conto dei propri obiettivi d'investimento, della restante allocazione del patrimonio e dei livelli specifici di capacità di rischio e propensione al rischio. Per quanto difficile, occorre mantenere la calma, non prendere decisioni affrettate ed eventualmente intervenire con aggiustamenti puntuali.

## USA: pressione moderata sul prezzo del gas

Per quanto si può vedere attualmente, l'andamento dell'economia negli USA risente solo in misura modesta della guerra in Ucraina. La situazione di partenza, come in Europa, è solida, di fatto sul mercato del lavoro c'è di nuovo piena occupazione. Tuttavia, con ogni probabilità, il perdurare dei prezzi dell'energia su livelli elevati si ripercuoterà negativamente sia sui costi per le imprese che sul comportamento di acquisto dei consumatori. L'aumento del prezzo del gas, comunque, è nettamente più contenuto che non in Europa (fig. 2). Di conseguenza, al momento si stima che anche la frenata della crescita sarà limitata. Nell'anno in corso la crescita del PIL dovrebbe collocarsi in una forbice compresa tra il 3,5 e il 4%. Gli indicatori anticipatori restano espansivi (fig. 1).

## Eurozona: prospettive meno rosee

Benché per l'Eurozona la portata degli scambi commerciali da e verso la Russia sia scarsa se si considera la performance economica complessiva, la guerra in Ucraina inciderà comunque sulle previsioni di crescita. A gravare in ottica futura sono in particolare la forte dipendenza di alcuni paesi dall'energia russa e i prezzi del gas schizzati alle stelle in Europa (fig. 2). In ogni modo, attualmente è improbabile un crollo della performance economica o una recessione. In seguito alle frizioni verificatesi nelle catene di fornitura negli ultimi anni, i registri degli ordini di molte imprese sono troppo «gonfi» perché ciò accada. È però probabile che le previsioni di crescita dovranno essere ritoccate al ribasso, anche se finora, in taluni casi, si è trattato di aggiustamenti piuttosto contenuti. Oxford Economics ad es. ritiene che nel 2022 il PIL crescerà di uno 0,3% in meno rispetto a quanto previsto. Ricordiamo che prima della guerra in Ucraina l'opinione diffusa era che il PIL dell'Eurozona sarebbe cresciuto di un buon 4%.

## Svizzera: indicatori anticipatori sempre positivi

Il conflitto in Ucraina farà sentire i suoi effetti, per quanto indiretti, anche sull'economia svizzera. Probabilmente le sanzioni applicate si ripercuoteranno, tra gli altri, sul turismo e sul commercio delle materie prime. C'è una grande differenza, però, tra la Svizzera e altri paesi europei sul fronte dell'approvvigionamento energetico. Nella Confederazione, infatti, i combustibili fossili rivestono un ruolo quasi ininfluenza per la produzione di elettricità. L'indice PMI dell'industria, a 62,6 punti, resta nettamente in territorio espansivo e il barometro congiunturale KOF (fig. 3) si attesta sopra la media di lungo periodo.

Fig. 1: USA – Indice PMI Industria

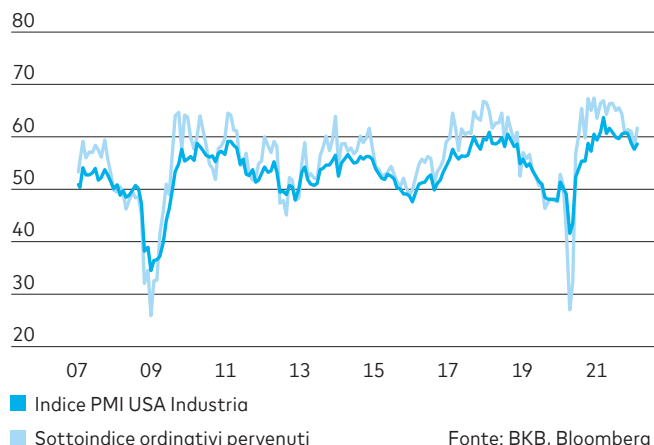


Fig. 2: Eurozona – Prezzi del gas a confronto

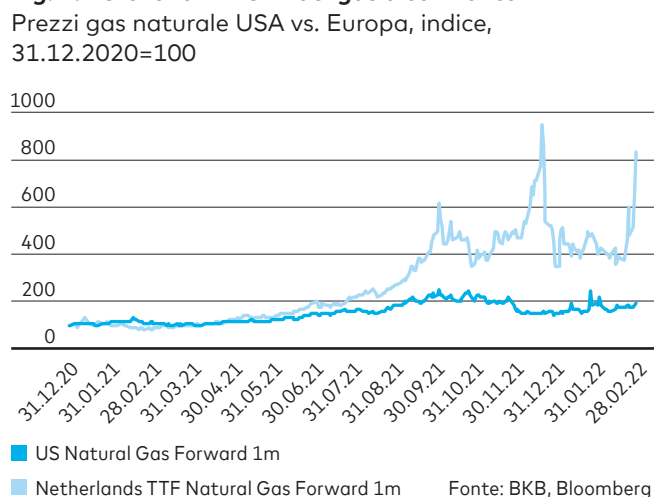
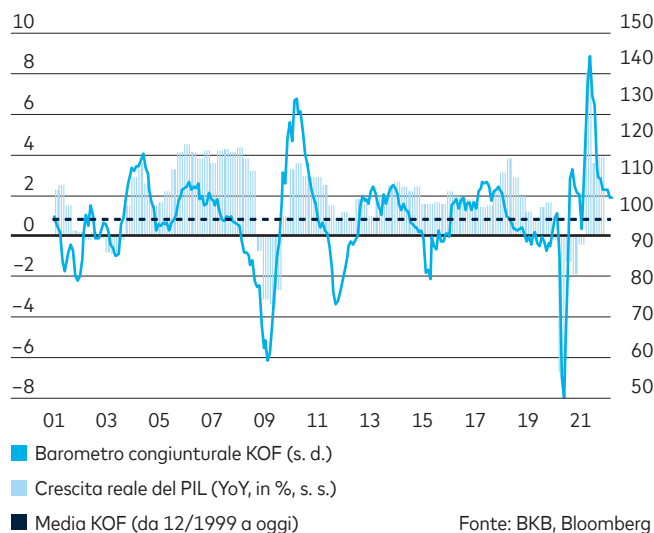


Fig. 3: Svizzera – Indicatore anticipatore e PIL



## Banche centrali nel dilemma

Alla luce degli ultimi avvenimenti, il compito delle banche centrali non si è di certo fatto più facile. Le incertezze circa l'evolvere della situazione geopolitica e le sue possibili ripercussioni sul processo di ripresa congiunturale recentemente innescatosi a livello globale complicano l'auspicato cambio di rotta in politica monetaria. Allo stesso tempo potrebbero acuirsi le preoccupazioni sul fronte dell'inflazione.

Alcuni membri della Fed hanno dichiarato che la banca centrale sarebbe chiamata a intervenire in modo deciso qualora nelle prossime settimane dovessero moltiplicarsi i segnali di un surriscaldamento dell'economia. Il ritmo con cui si concretizzerà l'inasprimento dipenderà tuttavia dai futuri dati sull'inflazione e sul mercato del lavoro. I mercati finanziari reputano pari al 20% la probabilità che la Fed proceda a un giro di vite di 50 punti base in occasione della sua prossima riunione; solo poche settimane fa questa eventualità era data per probabile all'80%.

Da parte sua, la BCE esita. Nella prossima riunione sui tassi, in agenda per il 10 marzo, procederà a una valutazione completa dell'outlook congiunturale, in cui saranno compresi anche gli sviluppi geopolitici.

## Prospettive

Sui mercati finanziari si riscontra un aumento dell'avversione al rischio. Sull'onda della fuga verso porti sicuri, in febbraio i rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni di USA, Germania e Svizzera hanno subito una battuta d'arresto. Questa ricerca di sicurezza potrebbe protrarsi per un certo tempo, se si considerano le incertezze sugli effetti delle sanzioni economiche e i timori di un'espansione del conflitto oltre i confini ucraini. Non si esclude che nel breve termine il rendimento dei decennali tedeschi e svizzeri possa scendere sotto la soglia dello zero per cento.

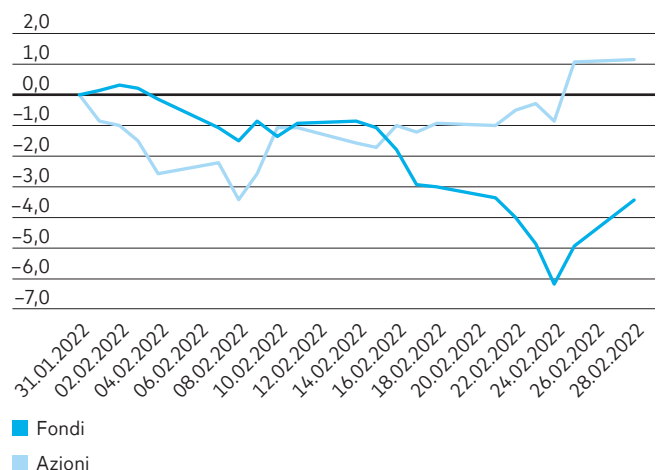
## Mercato immobiliare svizzero

A un gennaio molto tranquillo, sul mercato degli investimenti immobiliari quotati ha fatto seguito un febbraio turbolento, con sterzate inattese. Nell'arco del mese i fondi hanno sperimentato marcate correzioni, ma anche un ultimo giorno di negoziazione davvero pirotecnico. In totale hanno lasciato sul terreno il 3,5% circa, il che corrisponde alla variazione registrata finora nell'anno. Le azioni immobiliari, invece, sono state molto richieste, malgrado la guerra e il trend ribassista. A febbraio, e quindi anche in ottica annuale, sono cresciute dell'1,2% circa (fig. 1).

La correzione dei fondi immobiliari determina una riduzione tecnica degli aggi – eccessivamente elevati – senza che vi siano variazioni sul piano fondamentale. Permangono infatti una forte domanda di immobili residenziali, pigioni stabili, rendimenti distribuiti interessanti e una scarsa remunerazione delle obbligazioni. Inoltre, le attuali discussioni in materia di inflazione favoriscono gli immobili in quanto beni reali.

Manteniamo la ponderazione neutra del 5% negli investimenti immobiliari indiretti.

**Fig. 1: Il mercato immobiliare svizzero a febbraio**  
in %



Fonte: BKB, Bloomberg

## Tensione sui mercati azionari

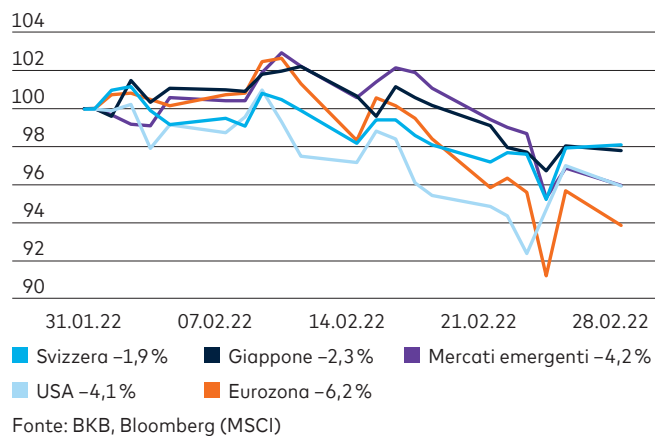
A febbraio, l'escalation della situazione geopolitica, il perdurare dell'inflazione su livelli elevati e l'attesa di contromisure incisive sul fronte della politica monetaria hanno gravato sui prezzi delle azioni. I mercati azionari non si erano fatti impressionare dall'irrigidirsi delle contrapposizioni in merito all'Ucraina in occasione della riunione del Consiglio di sicurezza russo all'inizio dell'ultima settimana di febbraio, ma l'aggressione militare del 24 ha indotto un'elevata volatilità delle quotazioni. Le più colpite sono state le azioni dell'Eurozona (fig. 1), quelle che con ogni probabilità – considerate la vicinanza geografica e le interrelazioni economiche come la dipendenza dalle materie prime russe – dovranno subire le maggiori ripercussioni, dirette e indirette, delle sanzioni inflitte a Mosca.

## Strategia d'investimento

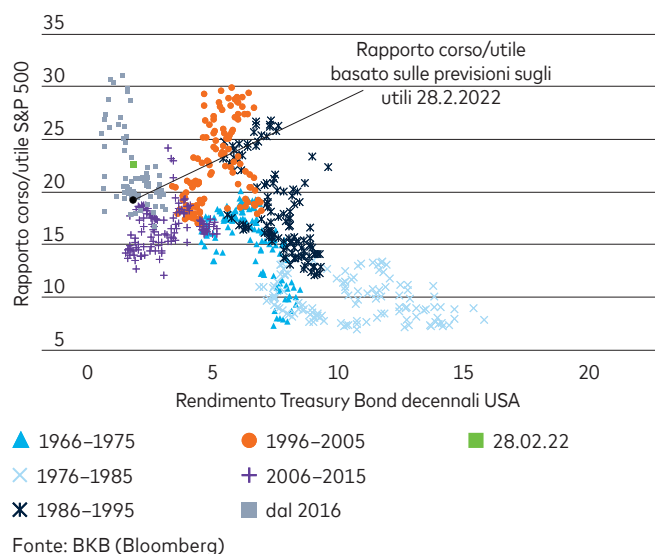
A fronte della reazione iniziale contenuta dei mercati e paventando l'escalation militare, poi puntualmente verificatasi, il 23 febbraio abbiamo deciso di ridurre la nostra quota azionaria del 3%, principalmente a discapito dei titoli europei, collocando il ricavato in liquidità (CHF). Pertanto, al momento, siamo lievemente sottoponderati in ambito azionario.

Abbiamo scelto la prudenza benché precedenti conflitti armati abbiano dimostrato che i mercati azionari, malgrado la catastrofe umanitaria, si tranquillizzano nel medio termine, concentrandosi sui dati economici in senso fondamentale. Russia e Ucraina hanno scarso peso nell'economia mondiale, quindi gli effetti sulle prospettive globali di crescita – in linea di principio solide – dovrebbero restare limitati. Tirando le somme della stagione dei bilanci aziendali, si nota come, sia negli USA che in Europa, il numero di imprese che hanno stupito in positivo nel 4° trimestre del 2021 sia stato superiore alla media. Gli utili in crescita e la contemporanea flessione dei corsi azionari hanno fatto sì che le valutazioni siano nettamente calate. Il rapporto corso/utile sulla base degli utili passati è su un livello equo nel presente contesto dei tassi d'interesse; la valutazione attuale basata sulle previsioni sugli utili lascia spazio a rialzi delle quotazioni e dei tassi (fig. 2).

**Fig. 1: Performance azionaria regionale**  
Indici Net Total Return in CHF



**Fig. 2: Indice S&P 500 – livello di valutazione e interessi**  
Rapporto corso/utile basato sugli utili degli ultimi 12 mesi vs. rendimento dei titoli di Stato USA



© Banca Cler. Senza impegno. I nostri suggerimenti si fondano su dati di dominio pubblico che riteniamo affidabili, ma per i quali non ci assumiamo alcuna responsabilità. Non possiamo neppure garantirne la completezza e l'esattezza. La Banca Cler si riserva il diritto di modificare senza preavviso e in qualsiasi momento le opinioni qui riportate. Lo scenario d'investimento presentato in questa pubblicazione potrebbe non essere confacente alle esigenze di determinati investitori, in relazione ai loro obiettivi d'investimento, all'orizzonte temporale oppure al contesto globale della posizione finanziaria. Sugeriamo agli investitori di richiedere la consulenza di un esperto presso la propria banca prima di prendere qualsiasi decisione in merito agli investimenti. Questa pubblicazione è stata prodotta in collaborazione con la BKB.