



**Dr. Sandro Merino**  
Chief Investment Officer  
Banca Cler

- **ONU: Russia fuori dal Consiglio dei diritti umani**
- **Sanzioni e forniture di armi**
- **Investimenti sostenibili in un nuovo contesto**

## **ONU: Russia fuori dal Consiglio dei diritti umani**

Le atrocità perpetrate nei sobborghi di Kiev contro centinaia di civili ucraini, tra cui anche donne e bambini, sono attualmente oggetto di indagine e documentazione presso la Corte internazionale di Giustizia e altri organismi. Sulla base dei crimini presunti ma difficilmente contestabili commessi dall'esercito russo, l'Assemblea Generale dell'ONU ha approvato una risoluzione che sospende la Russia dal Consiglio dei diritti umani di Ginevra. Tra i 93 paesi che hanno votato per l'esclusione di Mosca c'è anche la Svizzera. La Cina si è schierata con il fronte del no (in tutto 24 Stati), mentre altri 58 paesi si sono astenuti. Benché questa risoluzione non vada direttamente ad aumentare la pressione esercitata sulla Russia, si tratta comunque di un gesto simbolico importante, poiché segnala la determinazione a mobilitare tutte le leve giuridiche di cui la comunità internazionale dispone per chiedere conto dei crimini di guerra in Ucraina a chi ne è responsabile. Ratko Mladić è stato condannato all'ergastolo dal Tribunale dell'Aja per genocidio e altri crimini contro l'umanità, anche se per farlo ci sono voluti 25 anni. Questo mostra quanto sia importante indagare su tali nefandezze, documentarle, perseguirle nelle opportune sedi e infine emanare le relative condanne, per quanto a distanza di decenni. La risoluzione dell'ONU del 7 aprile conferma che non vi sarà alcuna normalizzazione delle relazioni con Putin e con i membri del suo governo né tantomeno un loro rientro nel consesso internazionale dei legittimi rappresentanti di Stato. Anzi, è del tutto plausibile che le indagini porteranno all'incriminazione di funzionari statali ed esponenti dell'esercito russo.

## **Sanzioni e forniture di armi**

A sette settimane dall'attacco, l'Ucraina oppone ancora una resistenza accanita e coordinata all'invasore. La Russia sta scontando perdite umane e materiali ben superiori alle attese. Il fatto che le unità russe siano state respinte nelle aree a nord e a est della capitale può equivalere a un successo per Kiev. Ci si chiede, tuttavia, per quanto ancora l'Ucraina possa far fronte all'incessante bombardamento delle sue città nel sud e nell'est del paese, che stando alle previsioni saranno il bersaglio di nuovi attacchi dei russi.

È vero che l'Occidente ha messo notevolmente sotto pressione l'economia di Mosca con sanzioni sempre più aspre. Dopo un iniziale crollo, ora il rublo si è ampiamente ripreso, ma i tassi di riferimento sono al 20% e vige un draconiano divieto di esportare capitali. È legittimo chiedersi se le sanzioni saranno decisive per l'esito della guerra e se non occorranza interventi ancora più rigidi (embargo UE su gas e petrolio) per cambiare le cose. In ogni modo l'economia e la popolazione russa patiranno presto e in modo considerevole per le sanzioni inflitte. Se l'Occidente vuole impedire che la guerra sia lunga, estenuante ed estremamente brutale, e che alla fine Mosca prevalga, deve mettere l'Ucraina in condizione di fare qualcosa di più che resistere sul piano tattico. Se alle parole del Cancelliere tedesco Scholz – per cui non si può permettere una vittoria di Mosca – devono far seguito i fatti, non si può più sottilizzare sulla base di riflessioni politiche facendo un distinguo tra sistemi d'arma «offensivi» e «difensivi». È possibile che i giorni e le settimane a venire saranno cruciali per l'Ucraina e per il nuovo ordine di sicurezza europeo che ne deriverà.

## **Investimenti sostenibili in un nuovo contesto**

La condotta di voto delle diverse nazioni all'Assemblea Generale dell'ONU mostra le possibili linee di frattura nell'ordine di sicurezza globale. Il delinearsi di un blocco Russia-Cina e l'ormai palese influsso di quest'ultima su molti paesi africani potrebbero essere il preannuncio di un mondo ancora più esposto ai conflitti. Inoltre, il rapporto dell'Intergovernmental Panel on Climate Change dell'ONU pubblicato in aprile evidenzia che sul fronte della tutela del clima molte cose stanno andando storte. Questi sviluppi modificheranno anche i criteri su cui si basano gli investimenti sostenibili. Descrivere nel dettaglio i possibili adeguamenti in quest'ambito esula dal quadro della presente analisi, ma è evidente che occorrerà rimettere tutto in discussione – interrogandosi ad esempio sulla produzione di armi o sugli investimenti in titoli cinesi – e procedere alle rettifiche del caso. La speranza riposta nell'approccio del «Wandel durch Handel» (cambiamento attraverso il commercio) ha condotto, nel caso della Russia, in un tragico vicolo cieco. Dobbiamo saperne trarre utili lezioni per il futuro.

## USA: mercato del lavoro sempre a pieno regime

Malgrado tutte le avversità legate al conflitto in Ucraina, i prezzi di energia e materie prime in aumento, le nuove misure di lockdown in Cina e il cambio di rotta sui tassi avviato dalla Fed, il mercato del lavoro USA gode di ottima salute. Ultimamente il tasso di disoccupazione è sceso al 3,6% (fig. 1) – di poco superiore al livello minimo degli ultimi 50 anni registrato a settembre 2019 – e anche le previsioni per i prossimi mesi restano positive, a dispetto di tutti i fattori imponderabili in gioco. O almeno, questo è quanto segnalano gli indici PMI sia dell'industria che dei servizi, nettamente al di sopra della soglia critica dei 50 punti. Anche la fiducia dei consumatori, rilevata dal Conference Board, non ha sperimentato altre battute d'arresto.

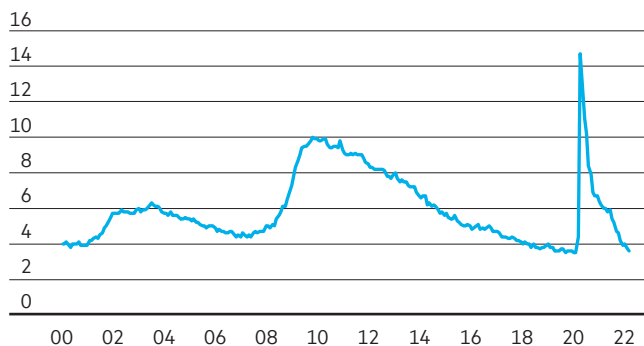
## Eurozona: indicatori di sentiment sotto pressione

In Europa, invece, la guerra tra Russia e Ucraina ha provocato scossoni talvolta pronunciati negli indicatori di sentiment (fig. 2): mentre quello relativo all'industria finora ha risentito tutto sommato in misura contenuta dell'evento bellico, la fiducia dei consumatori è in netto regresso. Non c'è da stupirsi, se si pensa all'enorme aumento dei prezzi dell'energia con il conseguente caro benzina e le stangate su gas e olio combustibile. Si constata inoltre un rincaro talvolta accentuato anche degli alimentari, che prevedibilmente verrà compensato solo in parte dalla corresponsione di salari più alti. La componente di incertezza circa i futuri sviluppi resta molto elevata. Finora, però, non pare delinearsi un crollo della performance economica, né una recessione.

## Svizzera: quadro con luci e ombre

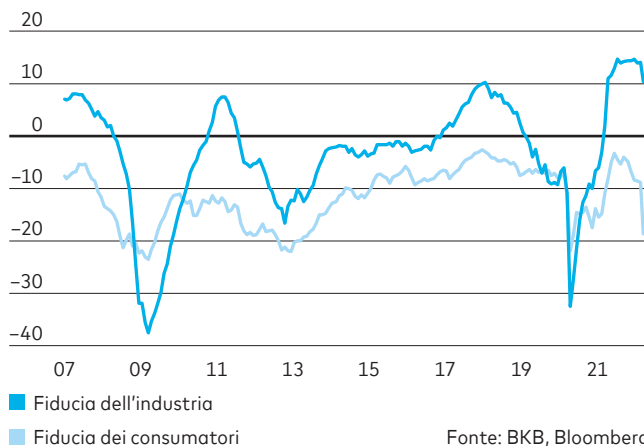
L'indice PMI svizzero è salito a 64 punti, segnalando quindi un'economia in espansione per i mesi a venire. Le imprese interpellate si mostrano ottimiste, malgrado la guerra in Ucraina e le sanzioni contro la Russia. In base al sondaggio, i registri degli ordini sono tuttora «gonfi» e si continua ad assumere personale. I prezzi dell'energia alle stelle, però, rappresentano una zavorra anche per le imprese rossocrociate, alcune delle quali non escludono nei prossimi mesi di tornare ad avvalersi del lavoro ridotto. Diversamente dall'indice PMI, il barometro congiunturale KOF mostra un andamento poco dinamico della congiuntura e si attesta al momento su un valore prossimo alla media di lungo periodo (fig. 3).

Fig. 1: USA – Tasso di disoccupazione in %



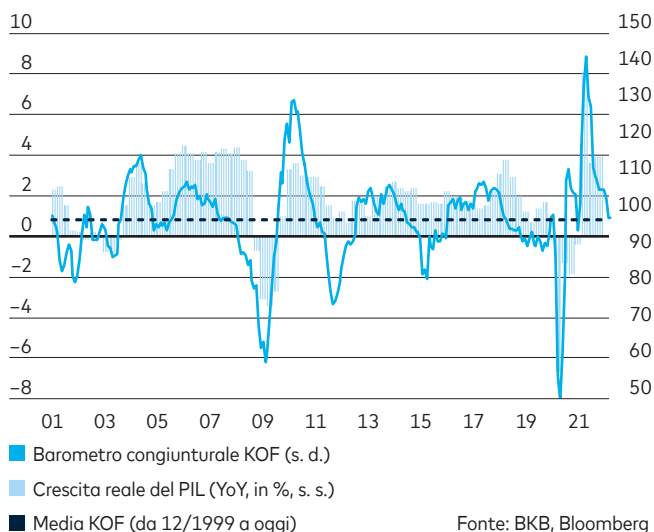
Fonte: BKB, Bloomberg

Fig. 2: Eurozona – Indicatori di sentiment



Fonte: BKB, Bloomberg

Fig. 3: Svizzera – Indicatore anticipatore e PIL



Fonte: BKB, Bloomberg

## Fed: prima stretta sui tassi dal 2018

Nella sua riunione di marzo la Fed ha deciso di alzare di 25 punti base il margine di oscillazione del tasso di riferimento. Si tratta del primo rialzo dal dicembre 2018. Secondo il presidente Powell, l'economia a stelle e strisce è solida. Il mercato del lavoro è molto forte e l'inflazione è nettamente superiore all'obiettivo di lungo termine del 2%. L'aumento dei prezzi dell'energia e dei generi alimentari dovuto alla guerra ha spinto ulteriormente al rialzo un'inflazione già consistente. Malgrado vi sia il rischio che le prospettive congiunturali peggiorino a causa del conflitto ucraino, la Fed reputa appropriato procedere a ulteriori rialzi del tasso di riferimento. Stando alle attuali previsioni formulate dai suoi membri, da qui a fine anno ci attendono altri sei giri di vite di 25 punti base ciascuno; per il 2023 si pronosticano da tre a quattro ulteriori interventi.

## La BNS fedele alla politica monetaria espansiva

La BNS intanto lascia invariato il tasso guida al -0,75%. Inoltre, se necessario, continuerà a intervenire sul mercato dei cambi per contrastare la pressione all'apprezzamento del franco. A tale riguardo, ora la BNS non tiene più conto soltanto della situazione valutaria complessiva, ma anche della differenza di inflazione rispetto all'estero.

## Prospettive

Il timore che l'inflazione resti in permanenza su livelli elevati e le speculazioni circa un repentino inasprimento della politica monetaria hanno spinto al rialzo in tutto il mondo, con una spirale sempre più accentuata, i rendimenti dei titoli di Stato (fig. 1). I Treasury statunitensi a 10 anni, ad esempio, sono arrivati al 2,6% circa, livello mai più sfiorato dalla primavera del 2019; gli omologhi tedeschi e svizzeri hanno abbattuto la soglia dello 0,50%, cosa che non accadeva rispettivamente dall'autunno del 2018 e del 2014.

Alla pressione al rialzo sui rendimenti dovuta ai pericoli d'inflazione fanno da contraltare i rischi geopolitici che minacciano la ripresa congiunturale. L'elevatissima volatilità dei mercati e la complessità dei fattori d'influenza rendono estremamente difficile formulare previsioni sull'andamento dei tassi a lungo termine. Nei nostri mandati continuiamo a mantenere una netta sottoponderazione nelle obbligazioni in CHF.

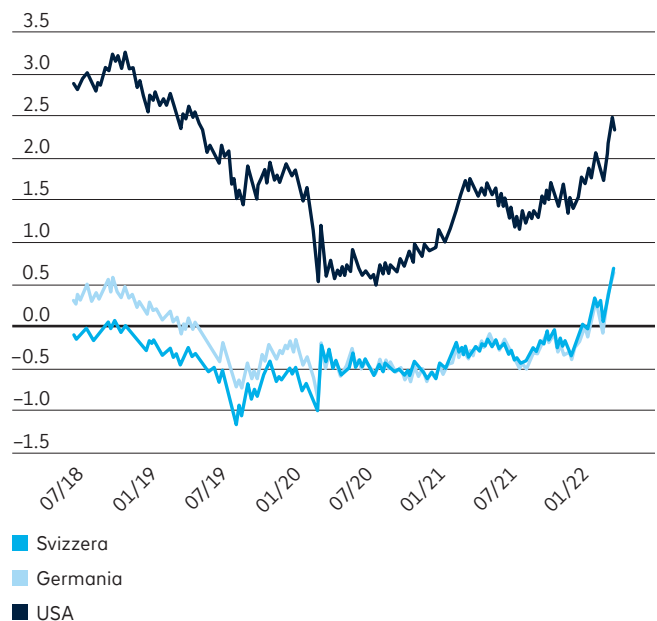
## Mercato immobiliare svizzero

Anche a marzo, gli investimenti immobiliari svizzeri quotati hanno registrato un andamento differenziato. Mentre le azioni del comparto hanno messo a segno un +1,7%, i fondi hanno subito una correzione di mezzo punto percentuale. Da inizio anno a oggi, le due categorie d'investimento sono contraddistinte da una differenza di performance del 7% circa: a una flessione di oltre il 4% dei fondi si contrappone una crescita vicina al 3% delle azioni.

Questo andamento negativo dei fondi determina una riduzione degli aggi – molto 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: Rendimenti dei titoli di Stato decennali



Fonte: BKB, Bloomberg

## Ripresa sui mercati azionari

Al termine del primo trimestre i mercati azionari sono riusciti a recuperare circa la metà delle perdite accumulate da inizio anno (fig. 1). Il mercato americano e quello svizzero hanno messo a segno in CHF una performance sul mese rispettivamente pari al +3,9 e al +2,3% e sono quindi in difetto rispetto a inizio 2022 del 4,2 e del 5,2%. La guerra in Ucraina rappresenta un gravame maggiore per l'Eurozona: malgrado l'andamento in ripresa della seconda metà mese, a marzo i mercati azionari regionali hanno comunque perso l'1,3%, portando così la flessione da inizio anno al 10,1%. I titoli dei paesi emergenti hanno anch'essi lasciato sul terreno l'1,9% (-5,9% nel trimestre). In particolare le azioni cinesi, peso massimo regionale dell'indice corrispondente, hanno avuto prestazioni opache a causa delle severe misure varate per contrastare la nuova ondata di Covid-19. Per quanto riguarda la performance settoriale relativa, a marzo non si è avuto un quadro omogeneo a livello regionale, con l'unica eccezione dei beni di consumo non durevoli, che hanno arrancato rispetto al mercato complessivo su tutte le grandi piazze azionarie.

## Inflazione e margini di utile

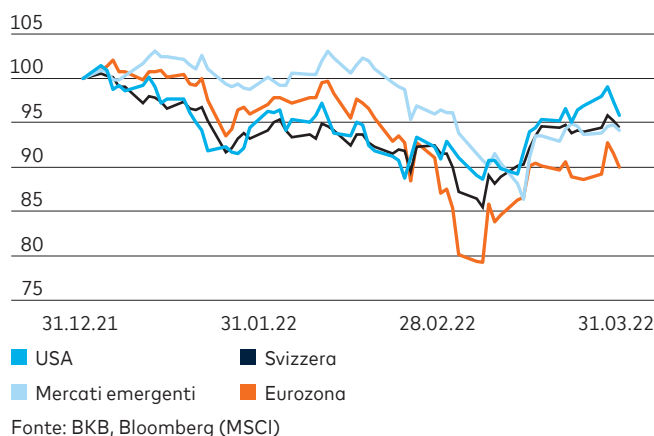
L'attenzione di molti investitori è attualmente concentrata sull'inflazione in aumento. In passato le aziende hanno agito, evidentemente con successo, in conformità al motto «non sprecare mai una buona crisi». In prevalenza, sono state in grado di «scaricare» sugli acquirenti gli aumenti di prezzo, arrivando addirittura a sovracompensare tali situazioni. Ciò emerge dal fatto che di norma i tassi d'inflazione in salita sono stati accompagnati da un aumento dei margini di utile.

## Strategia d'investimento

A metà marzo, in virtù dell'intensificarsi degli sforzi di negoziato nel conflitto ucraino, abbiamo incrementato la quota azionaria nei nostri mandati di gestione patrimoniale, tornando ad avvicinarci al livello neutro. Abbiamo acquistato azioni Europa e Mondo, vale a dire le categorie che avevamo ridotto tre settimane prima.

**Fig. 1: Performance azionaria regionale**

Indici Net Total Return in CHF, 31.12.2021=100



**Fig. 2: Inflazione USA e margini di utile indice MSCI USA**

