



Dazi e geopolitica: un'occasione per i gestori attivi?



Fabrizio Crespi
Università degli Studi
di Cagliari e Università
Cattolica di Milano

Ho già avuto modo di approfondire la tematica in passato, in particolare in questo [video](#). Battere il proprio benchmark (ipotizzato che sia quello appropriato) è divenuto compito sempre più arduo per i gestori attivi. E non si tratta di incapacità generalizzata: dato per corretto, e ci mancherebbe, il teorema della gestione attiva di Sharpe (1) secondo cui il rendimento medio al lordo dei costi della gestione attiva equivale al rendimento al lordo dei costi della gestione passiva, rimane il fatto che qualche gestore attivo sopra la media ci dovrà pur essere! Invero, entrano qui in gioco alcuni tecnicismi di mercato. Vediamo di che si tratta.

La concentrazione nei benchmark

Prendendo a riferimento i principali benchmark azionari internazionali, costruiti secondo una logica *value weighted* (cioè in base alla capitalizzazione dei titoli costituenti l'indice), l'accresciuta concentrazione è evidente. A fine luglio 2025, il peso dei primi 10 titoli nello SP500 era del 38%. Nel ben più ampio MSCI ACWI, composto da 2524 aziende, i primi 10 titoli pesano quasi il 24%. Un po' meglio nello Stoxx600, dove arriviamo appena (si fa per dire) al 17,25%. Ora, se gli indici sono molto concentrati su pochi titoli, e in un dato anno sono proprio quei titoli a trascinare la performance dell'intero mercato (come avvenuto spesso negli ultimi tempi), diviene assai improbabile che un gestore attivo riesca a battere il suo benchmark: egli dovrebbe infatti concentrarsi ancor di più su quei pochi titoli, forzando la mano non solo alla *compliance* e al *risk management*, ma anche a semplici e basilari regole di buon senso. D'altra parte, si è sempre detto che i gestori attivi dovrebbero essere quelli bravi a scoprire le opportunità nascoste e non percepite dai più, specie nella fascia delle mid e small cap. Come a dire: comprare i campioni già affermati spendendo tanto sono capaci tutti, trovare giovani emergenti a basso costo è altra cosa. Ed ancora: i gestori attivi sarebbero in teoria favoriti da momenti di volatilità, in cui i prezzi si discostano dai *fair value* di lungo periodo, o da situazioni di stravolgimento economico in cui occorre possedere migliori capacità di analisi per capire dove sta andando il mondo.

Grazie a Dio c'è Trump?

La domanda non ha carattere politico. Su quello ognuno la pensi come vuole. Ma da un punto di vista economico-finanziario è indubbio che il secondo mandato della "zazzera d'oro" (metafora suggerita da AI), ha causato non pochi terremoti sui mercati.

Crollo nelle sedute successive al Liberation Day di Aprile, poi fase di incertezza ma con forte rialzo dei corsi azionari, tentativi vari di siluramento di Powell e fuga (finta) dal dollaro, incontro con il Dear Neighbor Putin. In tutto questo, i gestori attivi dovrebbero sguazzarci. Anche perché alcuni segnali interessanti già si sono visti. Ad esempio, come riporta [Bloomberg](#), dall'inizio dell'anno l'indice MSCI World ex US ha nettamente sovraperformato lo SP500, con non pochi indici europei (misurati in USD) sulla cresta dell'onda. Che l'eccezionalismo americano sia veramente in declino? (qui ci andrei piano a sostenerlo fermamente).

Vae victis

A questo punto, il valore dei gestori attivi nell'interpretazione degli eventi e delle loro conseguenze sulle dinamiche macro e microeconomiche dovrebbe emergere. Certo, nessuno dice che la cosa sia semplice: gli argomenti e le problematiche da considerare sono molteplici e poliedriche. A livello macroeconomico ritengo che il nodo principale da sciogliere attenga agli effetti dei dazi sull'inflazione. La FED è ancora in attesa di dati più chiari, visto che l'applicazione delle tariffe è stata più volte rimandata e modificata nelle sue specifiche. Ci vorranno a mio avviso ancora non pochi trimestri per decifrare quanto, come e in che settori i dazi verranno scaricati sui prezzi al consumo piuttosto che assorbiti dai margini delle imprese importatrici ed esportatrici. Ed inoltre, se allarghiamo la visuale al di fuori degli USA, occorre valutare, come qualcuno sta già facendo, se le ricadute delle gabelle americane possano in realtà innescare effetti deflattivi in altre aree geografiche del mondo. Dallo srotolarsi di tutto quanto sopra ne deriveranno le scelte di politica monetaria e il livello dei tassi di interesse. La geopolitica potrebbe poi fare la sua parte in termini di decisioni di politica fiscale. Ma la vera e grande opportunità la vedo nei risvolti microeconomici, in particolare nei ripensamenti strategici delle imprese (grandi o piccole che siano). Infatti, se i dazi e gli altri loro stravolgimenti ancillari dovessero realmente produrre una profonda e duratura rivisitazione delle filiere produttive internazionali, allora si che inizierebbe una "terza guerra mondiale industriale". Abituati da decenni a pensare che basta produrre in Cina (o giù di lì, tipo in India e in Vietnam) a costi ridotti per poi rivendere in Europa e negli USA, ci troveremmo a dover riaffrontare vecchi dilemmi di corporate finance: make or buy, delocalizzare o produrre in patria, quali prodotti esportare e quali no, differenziare l'offerta o focalizzarsi sul core business. E ci saranno, come in tutte le guerre, vinti e vincitori, ossia imprese che riusciranno, o saranno comunque più rapide, a sfruttare le opportunità del nuovo assetto, ed imprese che invece faticeranno a riadattarsi e vedranno i loro margini contrarsi. Nei casi peggiori, il fallimento e l'uscita dal mercato saranno evenienze che colpiranno non pochi. La sfida dei gestori attivi è e sarà sempre di più quella di comprendere, prima che lo faccia il mercato nella sua immensa saggezza, quali strategie industriali, commerciali, di posizionamento competitivo e tecnologico saranno vincenti nel prossimo futuro. Guai ai vinti.

NOTE: 1) 1991 – "The Arithmetic of Active Management" *Financial Analysts Journal*, Vol. 47, No. 1, pp. 7-9. e 2002 – "Indexed Investing: A Prosaic Way to Beat the Average Investor"