

POSITION

Temi e spunti di riflessione per gli investitori



Avete riconosciuto l' "eroe" sulla copertina di questo numero? No?

Proviamo a indovinare: si tratta di Pac-Man, il personaggio creato da Namco, protagonista del mondo dei videogiochi nei primi anni '80.

Anche se nel nostro caso sarebbe più appropriato definirlo un eroe tragico, vista la somiglianza della sua sagoma con quella di un grafico a torta che abbiamo pubblicato a pagina 24. Questo grafico mostra da dove proviene oggi, in Germania, la maggior parte della rendita dei pensionati: dall'assicurazione pensionistica obbligatoria. Per una società che invecchia come la nostra, ciò non promette certamente nulla di buono per il futuro

... L'ideale sarebbe una distribuzione simile la stella Mercedes. Per i futuri pensionati, ma anche per lo Stato, che da anni deve sovvenzionare il fondo pensionistico obbligatorio, sarebbe una benedizione.



IN UNA PAROLA

All'inizio c'è sempre una presa di coscienza: non potremo permetterci ancora a lungo lo Stato sociale a cui siamo tanto affezionati. Per conservarlo, dovremo invece riformarlo in profondità. Sarà doloroso, certo, ma non c'è alternativa.

Non sono un politico. E non vorrei nemmeno scambiare il mio posto con il loro; per questo non intendo fare né il saputello né il brontolone di turno. Al contrario. Ma da padre, questo tema mi preoccupa molto.

Che la pensione pubblica non basterà per le generazioni future dovrebbe ormai essere chiaro a tutti. Tuttavia, la portata con cui questo problema colpirà molte famiglie, qui in Germania e anche altrove in Europa, è probabilmente ancora ampiamente sottovalutata.

Considerata la situazione dei conti pubblici, lo Stato non potrà continuare a finanziare la previdenza con sempre più miliardi di euro. Anche perché il fabbisogno di investimenti è enorme pure in altri ambiti: basti pensare alla difesa.

Il mondo è diventato più duro. Lo vediamo oggi in Iran e ancora in Ucraina, non da ultimo nel progressivo allontanamento dell'Europa dagli Stati Uniti sotto Trump. I governi futuri dovranno dedicare alla geopolitica molta più attenzione – e quindi molte più risorse – rispetto ai loro predecessori.

Come spesso accade, tutto è collegato.

In questo numero ci concentriamo principalmente sul tema della previdenza.

Detto questo, vi auguriamo una buona lettura.

Kurt von Storch
Fondatore e Amministratore di Flossbach von Storch SE.



Flossbach von Storch Invest S.A. è lieta di presentarvi
"Position" – la rivista trimestrale gratuita del nostro gestore
di fondi Flossbach von Storch SE.

Contattaci per richiedere la tua copia gratuita.



In formato PDF da scaricare o in abbonamento gratuito:
www.flossbachvonstorch.it/position



Flossbach von Storch
POSITION
2/2026

	Approfondimento
6	Quanto debito possiamo permetterci?
14	L'Atlante del debito
	Valute
18	Le due facce del dollaro USA
	Colonna
22	Posta da Shanghai
	Titolo
24	L'eroe sbagliato
29	Pietre miliari nella storia delle pensioni
36	Errori nel sistema
39	Il prezzo del benessere
	Obbligazioni
44	Il movimento ha bisogno di un obiettivo
50	Glossario

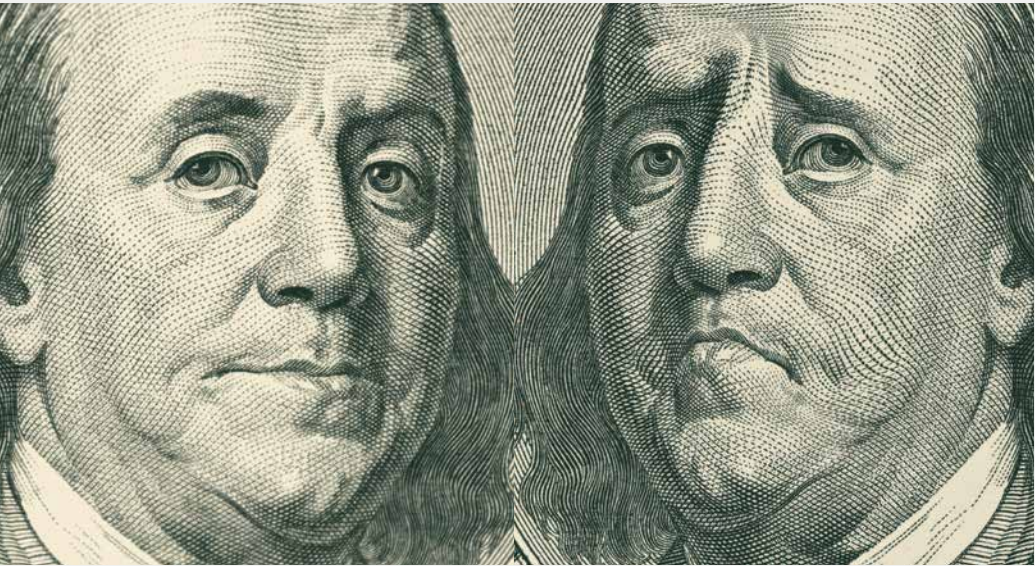


Approfondimento

Quanto debito possiamo permetterci?

Debito globale record: rischio o opportunità? È tempo di ripensare il futuro.

6



Valute

Le due facce del dollaro USA

Quale ruolo potrebbe svolgere in futuro il “greenback” per gli investitori internazionali.

18



Obbligazioni

Il movimento ha bisogno di un obiettivo

Cosa dovrebbero tenere bene a mente gli investitori obbligazionari nel contesto attuale.

44

APPROFONDIMENTO

Nella nostra nuova rubrica analizziamo temi che incontriamo spesso nella vita quotidiana o nei media. In un mondo sempre più polarizzato, vogliamo fornire dati concreti sui temi che interessano molte persone. Questa volta ci occupiamo della domanda:

?

Quanto DEBITO possiamo permetterci?

di Julian Marx

Il mondo è schiacciato da livelli di debito sempre più elevati. Il debito globale ha ormai superato i 250.000 miliardi di dollari: un record. È arrivato il momento di cambiare approccio?

Il debito occupa oggi un ruolo centrale nel dibattito pubblico. In realtà, lo fa da moltissimo tempo. Perché il debito è uno strumento importante per costruire il presente e il futuro: consente di sostenere spese enormi che, altrimenti, non sarebbero finanziabili, o lo sarebbero solo con grandi difficoltà. La storia offre molti esempi.

A livello statale, sono state soprattutto crisi e guerre a far impennare ripetutamente il debito pubblico. La sola storia del debito britannico basterebbe a riempire interi libri. Nel corso del XVIII secolo, il Regno Unito fu coinvolto in cinque grandi conflitti: la guerra di successione spagnola (1701–1714), la guerra di successione austriaca (1740–1748), la guerra dei Sette anni (1756–1763), la guerra d'indipendenza americana (1775–83) e le guerre rivoluzionarie francesi e napoleoniche (1792–1815). In ciascuno di questi conflitti, il governo britannico registrò deficit che, nei momenti più critici, arrivarono fino all'11% del prodotto interno lordo. Il risultato fu un aumento costante dell'indebitamento: dal 22% del PIL all'inizio del XVIII secolo al 155% alla vigilia delle guerre napoleoniche.

Ma non furono solo gli Stati a ricorrere al debito per sostenere imprese ambiziose. Anche le aziende impararono presto a sfruttare capitali presi a prestito. Un esempio storico è l'ascesa delle compagnie ferroviarie negli Stati Uniti. Dopo la fine della guerra civile americana, nel 1865, la costruzione delle ferro-

vie conobbe un vero boom: tra il 1866 e il 1873 furono posate 35.000 miglia di nuovi binari. In pochi anni, la rete ferroviaria raddoppiò e le compagnie del settore divennero i maggiori datori di lavoro non agricoli del paese.

Banche e altri settori industriali investirono nelle nuove linee ferroviarie. In genere, insieme alla concessione, ricevevano anche vaste estensioni di terra. Le aspettative di molti investitori avevano probabilmente una componente speculativa: se lungo le nuove tratte si fossero insediate persone e fossero nate città, il valore dei terreni fino ad allora inutilizzati sarebbe potuto salire alle stelle. In caso di successo, i profitti sembravano promettere ricchezze considerevoli.

In pochissimo tempo, enormi quantità di denaro furono riversate in un settore che però non generava utili immediati. Le conseguenze furono pesanti. I costi andarono fuori controllo. Per troppo tempo, la costruzione delle ferrovie bruciò più denaro di quanto i tratti già completati riuscissero a incassare. Molti investitori si erano spinti troppo oltre. Tra questi c'era anche la prestigiosa banca Jay Cooke and Company, che contribuiva a finanziare la Northern Pacific, la seconda ferrovia transcontinentale degli Stati Uniti. Il 18 settembre 1873 la banca chiuse improvvisamente i battenti.

L'euforia si trasformò di colpo in panico. Ne seguì una profonda depressione. Ben 89 delle 364 compagnie ferrovia-

rie del paese fallirono. In soli due anni, 18.000 imprese dichiararono insolvenza. Il tasso di disoccupazione salì fino al 14% nel 1876. Solo alla fine degli anni '70 dell'Ottocento l'economia statunitense iniziò lentamente a riprendersi.

Il crollo economico durato diversi anni non compromise il successo di lungo periodo della ferrovia: ancora oggi i treni svolgono un ruolo essenziale nel trasporto di merci e persone. Ma questo servì a ben poco alle persone la cui vita, negli anni '70 dell'Ottocento, fu segnata da disoccupazione di massa e tensioni sociali.

L'esempio mostra una cosa con chiarezza: il debito non è un fine in sé. Richiede responsabilità e prudenza. Alla luce di tutto ciò, le notizie su nuovi record di indebitamento appaiono ancora più preoccupanti.

PUNTO DI PARTENZA: IL DEBITO PUBBLICO

Sono somme gigantesche. Fonte che, anno dopo anno, gli Stati raccolgono sui mercati dei capitali per finanziare la propria spesa. Solo gli Stati Uniti, alla fine dello scorso anno, avevano accumulato un debito pari a 38.000 miliardi di dollari. In rapporto alla ricchezza prodotta dal paese, il debito pubblico americano si attestava intorno al 124% del PIL: un livello anch'esso vicino ai record storici. Solo durante la Seconda Guerra Mondiale gli Stati Uniti avevano raggiunto valori paragonabili. →

Ma gli USA non sono certo un caso isolato. Al contrario, sembra essersi diffusa una vera e propria mania del debito pubblico, ormai estesa a tutto il pianeta. Regole come i criteri europei di Maastricht, che in teoria fissano per i paesi dell'area euro un tetto al debito pubblico pari al 60% del PIL, hanno ormai poco a che vedere con la realtà quotidiana.

Tra i paesi asiatici, la Cina – seconda economia mondiale – ha registrato una delle crescite del debito più dinamiche degli ultimi anni. In termini assoluti, il debito pubblico cinese è decuplicato negli ultimi quindici anni, passando da poco meno di 14.000 a 139.000 miliardi di yuan. Nello stesso periodo, anche il rapporto debito/PIL della Cina è balzato dal 33% al 99%. Per raggiungere il campione mondiale del debito, il Giappone, la strada è però ancora lunga. Il paese del Sol Levante presenta infatti un rapporto debito/PIL senza paragoni: 207% della produzione economica nazionale (si veda: L'Atlante del debito, pag. 14).

Ma l'Asia non è l'unica area del mondo a saper fare debito. Il Brasile, la maggiore economia del Sud America, è arrivato al 93% del PIL. In Nord America, il Canada affianca bene gli Stati Uniti, con un rapporto debito/PIL pari al 114%. Anche in Europa, livelli di debito pubblico superiori al 100% del PIL sono ormai tutt'altro che rari. Di recente, Belgio, Francia, Grecia, Italia, Spagna e Regno Unito facevano tutti parte di questo "club" piuttosto selezionato.

Al momento non si intravedono segnali di un'inversione di tendenza. Anzi: le montagne di debito continuano a crescere senza sosta. Negli Stati Uniti, nei prossimi anni, un deficit da migliaia di miliardi seguirà l'altro. Secondo le stime del Fondo Monetario Internazionale, tra il 2026 e il 2030 il deficit annuale del bilancio federale americano sarà in media di quasi 2.700 miliardi di dollari. Ciò significa che l'attuale montagna di debito potrebbe aumentare di altri 13.400 miliardi di dollari in appena cinque anni. Ma anche gli Stati dell'eurozona non sono certo da meno. L'aumento della spesa sociale e di quella per la difesa dovrebbe contribuire a far crescere il debito dei Paesi dell'euro di oltre 3.000 miliardi di euro entro il 2030 (si veda Grafico 1). Il barile del debito sta per traboccare?

STABILITÀ DALL'INSTABILITÀ

L'immagine di un barile del debito che trabocca suggerisce che il peso generato dal debito pubblico abbia superato la sua capacità massima. In altre parole, il debito non sarebbe più sostenibile. Ma proprio qui emerge uno dei principali problemi quando si analizza l'indebitamento degli Stati: probabilmente nessuno è in grado di dire con precisione quale sia la capacità massima di quel barile. I fattori in gioco sono troppi e troppo complessi.

Un elemento importante è che la grandissima maggioranza della popolazione non ha alcun interesse a mettere in dubbio la solvibilità del governo ame-

ricano o di quello tedesco. Non solo perché un default colpirebbe direttamente il portafoglio degli investitori, ma soprattutto perché le conseguenze di un fallimento sovrano sarebbero difficili da immaginare.

Negli Stati Uniti, una gran parte dei 70 milioni di persone che ricevono una pensione di vecchiaia, di reversibilità o di invalidità potrebbe ritrovarsi improvvisamente senza reddito. In Germania, una sorte simile potrebbe toccare a circa 23 milioni di pensionati e dipendenti pubblici in quiescenza. E non finirebbe qui. Potrebbero essere messe in discussione anche spese essenziali per il funzionamento del Paese: stipendi di insegnanti e poliziotti, investimenti nelle infrastrutture pubbliche e molte altre voci cruciali. A quel punto, una profonda crisi economica sarebbe probabilmente inevitabile. Uno scenario da incubo, in cui ci sarebbero solo perdenti.

Il punto critico del debito pubblico è proprio questo: tutti – creditori dello Stato, pensionati, impiegati, studenti – dipendono da un apparato statale funzionante, se l'obiettivo è mantenere una convivenza ordinata tra milioni di persone, in pace e prosperità. Per questo la capacità degli Stati di agire e di onorare i propri impegni finanziari ha la massima priorità per la coesione di intere società.

Ma c'è anche un lato positivo. Ribaltando il ragionamento, l'instabilità intrinseca di un debito pubblico elevato →

Grafico 1
Nessuna fine all'orizzonte
Deficit pubblici enormi negli Stati Uniti e nell'area euro*

— Stati Uniti (in miliardi di dollari USA; scala di sinistra)
— Eurozona (in miliardi di euro; scala di destra)

* Stime del Fondo Monetario Internazionale.

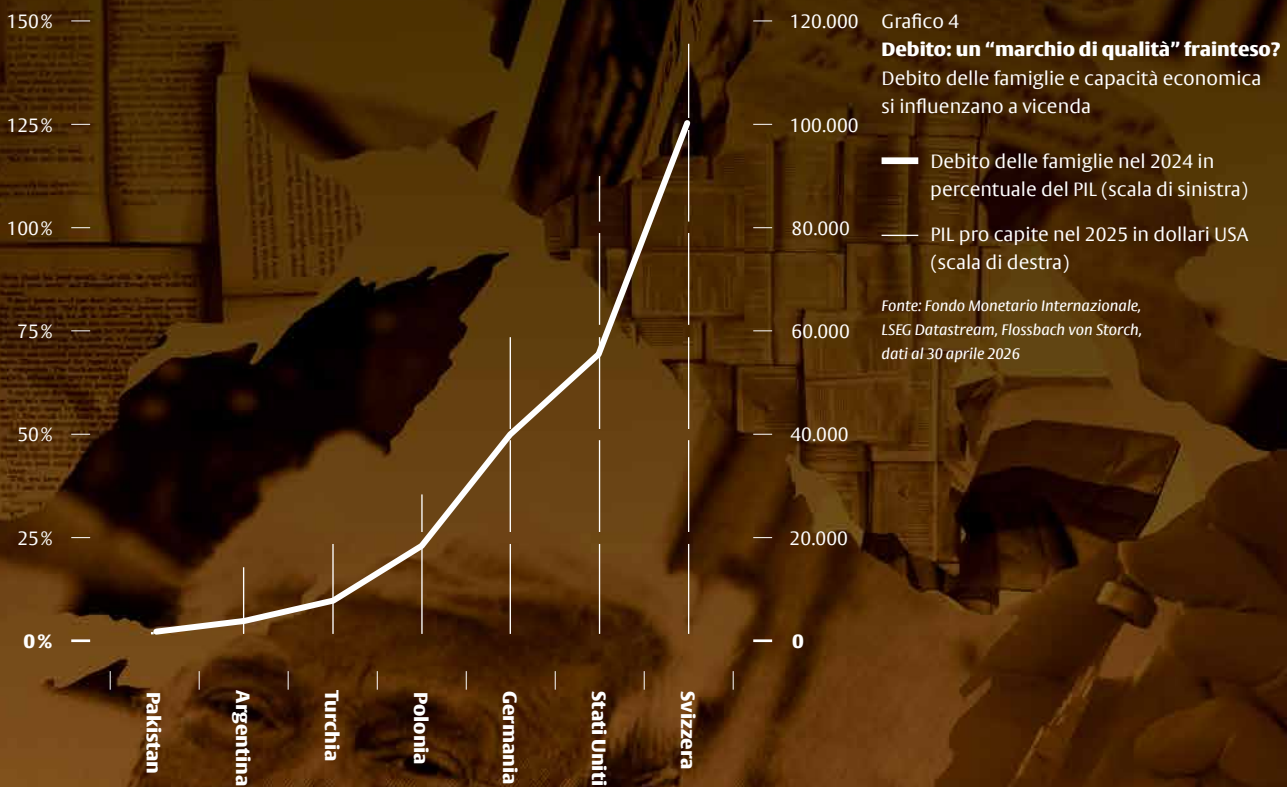
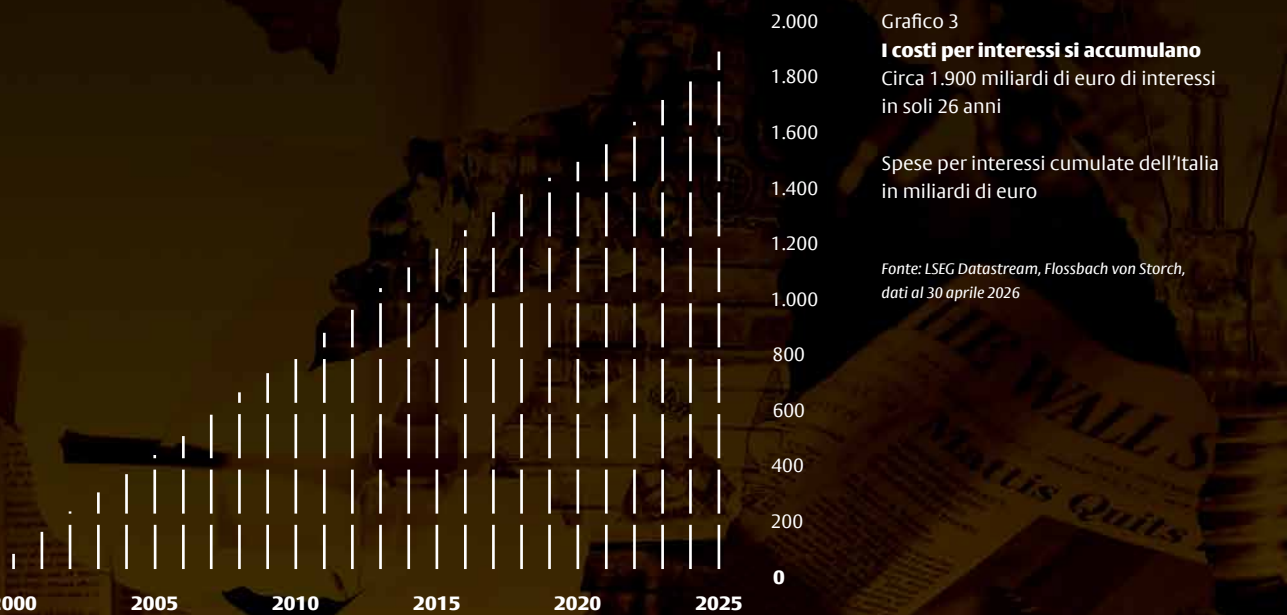
Fonte: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, dati al 30 aprile 2026



Grafico 2
Molte generazioni, nessun default
Rapporto debito pubblico/PIL nella storia, in percentuale

Fonte: Fondo Monetario Internazionale, LSEG Datastream, Flossbach von Storch, dati al 30 aprile 2026





viene in parte compensata dal fatto che i numerosi attori economici e finanziari sono profondamente legati allo Stato. Semplicemente, nessuno può permettersi, né desidera, un fallimento sovrano. Se il cuore smette di pompare sangue a sufficienza, inevitabilmente ne risentono anche tutti gli altri organi.

Anche per questo, sul mercato obbligazionario gli emittenti sovrani sono generalmente considerati relativamente poco rischiosi e rappresentano spesso il primo punto di riferimento per molti investitori finanziari. Non sorprende quindi che banche e istituzioni finanziarie italiane investano massicciamente nei titoli di Stato nazionali, nonostante il rapporto debito/PIL dell'Italia, superiore al 130%, sia tra i più alti al mondo. Di recente, detenevano oltre 750 miliardi di euro in obbligazioni governative italiane.

LO STATO SOPRAVVIVE A TUTTI

Di conseguenza, è molto difficile stabilire con precisione quando un debito pubblico diventi “troppo alto” e raggiunga un punto di rottura. Il fatto che il rapporto debito/PIL possa salire molto più di quanto comunemente ci si aspetterebbe non lo dimostra solo il Giappone, oggi campione mondiale del debito. È significativa anche l'esperienza del Regno Unito, per il quale esistono dati storici molto estesi e il cui debito pubblico, in alcuni periodi, ha superato il 250% del PIL. Dopo grandi crisi come le guerre napoleoniche e

le due guerre mondiali, il Regno Unito è riuscito più volte a riportare gradualmente il peso del debito su livelli sostenibili, senza arrivare al default. I titoli di Stato emessi sono sempre stati rimborsati (si veda Grafico 2).

Nei paesi con istituzioni solide, il cui debito pubblico di norma non è denominato in valuta estera, anche rapporti debito/PIL pari al 200% o più non rappresentano necessariamente una “condanna a morte” per le finanze pubbliche. Nell'attuale fase di debiti pubblici storicamente elevati e in crescita, questo potrebbe valere ancora di più. Le crisi degli ultimi anni hanno infatti mostrato che, in determinate condizioni, gli interventi di politica monetaria sui mercati dei titoli di Stato possono godere di un'ampia accettazione sociale.

Non sono passati molti anni da quando la Banca centrale europea, durante la crisi dell'euro e la pandemia, aveva acquistato oltre il 20% del debito pubblico dei Paesi dell'area euro. In Giappone, attuale campione mondiale del debito, quasi il 40% dei titoli di Stato in circolazione risultava ancora di recente nei bilanci della Bank of Japan. Questo non solo comprime i rendimenti dei titoli pubblici e quindi la spesa per interessi degli Stati. Nel migliore dei casi, il portafoglio titoli delle banche centrali può perfino generare consistenti utili da riversare ai governi: negli anni 2010, la Federal Reserve statunitense ha trasferito al governo americano oltre 800 miliardi di dollari.

In un'epoca di debiti pubblici storicamente elevati, vi sono quindi diversi motivi per ritenere che, anche in futuro, le finanze statali continueranno a essere affiancate da una sorta di “scorta” della politica monetaria, capace di contenere, quando necessario, il costo degli interessi. Strumenti come il Transmission Protection Instrument, creato nel 2022, consentono già oggi alla BCE di contrastare “dinamiche di mercato ingiustificate e disordinate” e, se necessario, di acquistare senza limiti titoli di Stato di singoli paesi. Anche per questo, è plausibile che Germania, Giappone e altri grandi Stati riescano a sopravvivere ai cittadini oggi in vita senza incorrere in un default sovrano.

NON ESISTONO ASSEGNI IN BIANCO

Guardare con fiducia alla longevità delle finanze pubbliche non significa però che sia consigliabile aumentare la spesa dello Stato senza limiti. Anche se un paese, pur gravato da debiti elevati e da una pesante spesa per interessi, non è necessariamente destinato al default, un alto indebitamento può comunque restringere in modo sensibile i margini di manovra finanziaria.

Un esempio noto è l'Italia, che negli anni '90 arrivò perfino a temere di non poter entrare nell'euro, perché si trovava davanti a sfide fiscali ancora irrisolte. Alla fine, nel 1997 riuscì a portare il deficit pubblico sotto la soglia richiesta del 3% del PIL. Successivamente fu riammessa nel Sistema monetario →

europeo e, nel 1999, adottò l'euro. Ma la montagna di debito rimase. Così l'Italia entrò nell'“esperimento” dell'euro con un debito pubblico già imponente, pari al 114% del PIL. Il conto di quella eredità il paese lo paga ancora oggi.

È vero che, dall'inizio della sua appartenenza all'euro, la politica italiana – almeno guardando al saldo di bilancio al netto degli interessi, cioè il saldo primario – si è comportata in modo più responsabile rispetto a tutti gli altri paesi dell'area euro. Tra il 2000 e il 2025, il paese ha chiuso l'anno con un avanzo primario per ben 20 volte. La Germania ci è riuscita in 13 anni, mentre la media dei paesi dell'Eurozona si ferma a poco meno di 11 anni. In coda troviamo la Francia, che ha ottenuto un avanzo primario soltanto in due anni.

Eppure, il bilancio italiano diventa profondamente negativo non appena si includono gli interessi sul debito. L'Italia, infatti, non è riuscita a chiudere un solo anno di questo millennio con un saldo di bilancio totale positivo. L'indebitamento complessivo era semplicemente troppo alto. Nel 2000 ad esempio gli interessi ammontavano a 76 miliardi di euro: all'epoca equivalevano a circa il 6% del PIL, oppure al 14% delle entrate pubbliche. Nel complesso, in questo millennio l'Italia ha dovuto destinare circa 1.890 miliardi di euro ai soli interessi sul debito (si veda Grafico 3), mentre nello stesso periodo il debito pubblico italiano è aumentato di “appena” 1.740 miliardi di euro.

Denaro che, certamente, si sarebbe preferito impiegare altrove. Per questo gli avanzi primari dell'Italia non riflettono necessariamente una particolare volontà di risanamento da parte della politica. Piuttosto, sono gli interessi a esercitare una pressione vincolante, limitando lo spazio di manovra della politica fiscale.

UNA QUESTIONE DI CAPACITÀ ECONOMICA

I singoli debitori privati, a differenza degli Stati, di norma non hanno un'importanza sistemica paragonabile. Solo in Germania, negli ultimi anni, si sono registrate oltre 100.000 insolvenze l'anno. Eppure, alcuni meccanismi fondamentali dell'economia di mercato valgono anche per loro quando si parla di credito. Il punto centrale è la capacità economica del debitore: solo chi dispone, nel lungo periodo, di entrate stabili sarà in grado di onorare i propri debiti in futuro.

Da questo punto di vista, un debito elevato può perfino essere interpretato come una sorta di “marchio di qualità”, perché la sostenibilità del debito di un soggetto è, per definizione, legata alla sua capacità economica. Chi non riesce a mettere abbastanza “cavalli” sulla strada, infatti, spesso fa molta più fatica anche solo a trovare qualcuno disposto a concedergli credito. Questo diventa particolarmente evidente osservando alcuni esempi ideali (si veda Grafico 4).

Secondo il database del Fondo Monetario Internazionale sul debito globale, le famiglie pakistane sono tra le meno indebitate al mondo. Nel 2024, il debito delle famiglie in Pakistan era pari ad appena il 2% del prodotto interno lordo. Un dato così basso, però, ha ragioni tutt'altro che rassicuranti. Il paese dell'Asia meridionale deve affrontare sfide enormi.

Circa la metà delle entrate pubbliche viene assorbita dal pagamento degli interessi sul debito. Il tasso di alfabetizzazione è di poco inferiore al 70% tra gli uomini e addirittura sotto il 50% tra le donne. Lo scorso anno, il PIL pro capite del Pakistan si attestava su appena 1.700 dollari: solo il 3% del livello tedesco. Secondo le stime dell'Organizzazione internazionale del lavoro, inoltre, oltre l'80% dei lavoratori è impiegato in rapporti informali: non registrati dallo Stato e, di conseguenza, privi di tutele legali.

Ma senza redditi sicuri, per la grande maggioranza delle persone in Pakistan manca già il presupposto di base per essere considerate solvibili. Per molte famiglie pakistane, il sogno di finanziare una casa più grande o di migliore qualità per i propri cari resta quindi pura fantasia. Il basso indebitamento delle famiglie pakistane è dunque, prima di tutto, il riflesso della fragile situazione economica del paese.

A oltre 5.000 chilometri di distanza, il mondo appare invece capovolto. La Svizzera presenta infatti il più alto rap-

porto debito/PIL delle famiglie a livello mondiale: un notevole 125%. Allo stesso tempo, però, il piccolo paese alpino dispone di un'economia estremamente solida. Con un PIL pro capite superiore a 100.000 dollari, la Svizzera si colloca tra i paesi più ricchi del mondo.

E non è solo il livello dei redditi a indicare una buona sostenibilità del debito delle famiglie svizzere. A fronte dei debiti vi sono anche patrimoni di valore. Oltre il 90% dell'indebitamento delle famiglie svizzere è infatti costituito da mutui immobiliari. Il fatto che il debito svizzero risulti così elevato nel confronto internazionale dipende certamente anche dalla possibilità di dedurre fiscalmente gli interessi sui mutui casa. Non a caso, tra dieci proprietari di abitazione in Svizzera, in genere solo uno è privo di debiti: una quota eccezionalmente bassa rispetto agli standard internazionali.

QUANDO SI RAGGIUNGE IL LIMITE?

Gli esempi estremi delle famiglie pakistane e svizzere mostrano quanto sia difficile definire limiti “universali” al debito. Nel caso della Svizzera, in teoria sarebbero persino immaginabili livelli di indebitamento delle famiglie ancora più elevati. Secondo l'Ufficio federale svizzero delle abitazioni, infatti, solo il 36% degli alloggi occupati stabilmente è abitato dai proprietari stessi: il tasso di proprietà immobiliare più basso d'Europa. Un aumento delle famiglie

proprietarie della casa in cui vivono – e quindi spesso anche indebitate tramite mutuo – potrebbe dunque far crescere ulteriormente il livello di debito nel paese degli affittuari.

Per le famiglie pakistane, invece, livelli di indebitamento molto più elevati sono difficilmente immaginabili, nonostante il debito attuale sia quasi inesistente. Prima sarebbero necessarie profonde migliorie della fragile situazione economica del paese. Oggi, la maggioranza delle famiglie non è semplicemente considerata solvibile.

In fondo, la sostenibilità del debito dipende da una domanda essenziale: il debitore è credibilmente in grado di sostenere il servizio del proprio debito? Una valutazione del genere, però, non può mai essere statica, perché dipende da una molteplicità di fattori dinamici. Le istituzioni di un paese cambiano nel tempo, così come cambia la sua forza economica reale.

Un'inflazione moderata alleggerisce il peso dei vecchi debiti, erodendone progressivamente il valore reale, mentre il pagamento degli interessi aumenta gli oneri finanziari. Sul fronte dei tassi, però, le banche centrali dispongono di uno strumento potentissimo per migliorare la sostenibilità del debito. Lo hanno dimostrato chiaramente nelle crisi degli ultimi anni. Ed è possibile che, in un'epoca di debiti pubblici crescenti, decidano nuovamente di utilizzare questa leva.

Anche per questo, osservando il debito pubblico, forse la domanda non è tanto quale livello di debito possiamo permetterci, quanto piuttosto quale livello di debito vogliamo permetterci. Perché il debito non comporta soltanto costi immediati sotto forma di interessi. Nel tempo emergono anche altre questioni: i possibili rischi inflazionistici oppure il tema dell'equità tra generazioni, se le future generazioni dovranno farsi carico di debiti contratti semplicemente per finanziare consumi correnti. D'altro canto, però, nemmeno gli investimenti essenziali possono essere rimandati indefinitamente al futuro: in alcuni casi, un aumento temporaneo del debito può essere giustificato. È un equilibrio delicato e continuo.

Il fatto che non sia possibile quantificare con precisione un livello “massimo” di debito può essere frustrante. Ma offre anche una speranza: persino in tempi di debiti pubblici record e in costante crescita, il limite estremo potrebbe essere ancora lontano. La storia del debito britannico dura da oltre duecento anni. E forse l'attuale ciclo del debito non è altro che una breve tappa intermedia di un viaggio molto, molto lungo. ♦

Julian Marx è analista presso Flossbach von Storch SE.

L'ATLANTE DEL DEBITO

– ARGENTINA – UN DEFAULT NON ARRIVA MAI DA SOLO

“Ricco come un argentino”: un tempo era un modo di dire diffuso. Intorno al 1900, l'Argentina era considerata una delle nazioni più prospere al mondo. Le esportazioni di carne e grano garantivano al paese una ricchezza significativa. In quegli anni, milioni di europei in cerca di lavoro, soprattutto dall'Italia e dalla Spagna, emigrarono qui. Abbondanti risorse naturali, vaste terre agricole e una posizione geografica favorevole sul mare avrebbero potuto costituire le basi per una lunga storia di successo per quello che oggi è l'ottavo paese più grande del mondo. Avrebbero potuto.

In realtà, già dopo la Seconda Guerra Mondiale, iniziò il declino economico. Il “terzo percorso” di Juan Perón – una via intermedia tra capitalismo e socialismo – fallì. La rapida crescita della spesa sociale (come congedi di maternità retribuiti, ferie pagate e sanità gratuita per i lavoratori) fu finanziata in gran parte stampando moneta, portando a deficit pubblici elevati e inflazione persistente. Allo stesso tempo, nazionalizzazioni e crescente protezionismo indebolirono l'economia. Emblematico il crollo della produzione di carne: da 145.000 tonnellate sotto Perón a 87.000 tonnellate entro il 1961. Il risultato fu un grave squilibrio commerciale.

L'Argentina non è mai più tornata ai livelli di prosperità del passato. Ancora oggi, il sistema economico argentino soffre di scarsa fiducia nella moneta e nelle istituzioni. “La Grieta” – “la frattura” – descrive la profonda divisione politica e sociale del paese. L'Argentina è fallita nove volte nella sua storia, tre solo in questo secolo. Il fallimento dello Stato, qui, sembra quasi una tradizione.

– ITALIA – VIVERE SUL FILO DEGLI INTERESSI

L'idea dell'“Italia studente modello” non è così assurda, anche se solo la Grecia ha un debito pubblico più alto. Tra il 2000 e il 2025, le finanze pubbliche italiane hanno registrato per 20 anni un avanzo primario: in altre parole, prima del pagamento degli interessi, le entrate dello

Stato hanno superato le uscite. Nessun altro Stato Membro dell'Eurozona ci è riuscito così spesso. In media, in questo millennio, i paesi dell'area euro hanno conseguito un avanzo primario in undici anni.

Eppure, il bilancio complessivo resta in rosso. Una volta considerati gli interessi, emergono solo deficit – e nemmeno tanto piccoli: in media, il disavanzo è stato del 3,8% annuo negli ultimi 26 anni. Costo totale degli interessi maturati durante il periodo: quasi 1.900 miliardi di euro, a fronte di un PIL annuo di circa 2.258 miliardi. Questo dimostra quanto il peso del debito accumulato e il conseguente onere degli interessi limitino la capacità di manovra dello Stato.

– NORVEGIA – DEBITO SENZA PREOCCUPAZIONI

Con un debito pubblico pari al 45% del PIL, la Norvegia appare virtuosa nel confronto internazionale. Per esempio, il rapporto debito/PIL dei paesi dell'Eurozona è più che doppio. Resta però da chiedersi perché lo Stato norvegese si indebiti. Dopotutto il paese possiede un enorme fondo sovrano alimentato dalle ingenti entrate provenienti dalle riserve di petrolio e gas e il cui patrimonio amministrato supera di molte volte il valore del debito pubblico.

A fine marzo, il fondo valeva circa 20.000 miliardi di corone, pari a quasi 1.800 miliardi di euro, ovvero poco più di 300.000 euro per ogni cittadino norvegese. Si tratta di oltre otto volte il debito pubblico nazionale. Di fatto, quindi, la Norvegia è “senza debito”. Il fatto che Oslo continui comunque a mantenere un debito pubblico è probabilmente dovuto soprattutto alla necessità di “curare il mercato”. L'emissione di titoli di Stato contribuisce infatti a mantenere liquido il mercato delle obbligazioni denominate in corone norvegesi.

– SVIZZERA – QUANDO IL DEBITO È UN SEGNO DI QUALITÀ

Dove si trovano le famiglie più indebitate al mondo? Là dove le famiglie generano una

ricchezza economica particolarmente elevata e dispongono di redditi regolari. Con una produzione economica pro capite superiore a 100.000 dollari, le famiglie svizzere appartengono, nel confronto globale, alla fascia più alta in assoluto. Ciò significa che uno svizzero medio produce quasi il doppio della ricchezza di un tedesco medio e sedici volte quella di un cittadino medio del Paraguay.

Ancora più elevato, però, è l'indebitamento pro capite nel piccolo paese alpino. Nel 2024 superava i 130.000 dollari. Per fare un confronto: la Germania registrava un debito pro capite di appena circa 28.000 dollari, mentre in Paraguay non arrivava nemmeno a 500 dollari. In questo senso, anche un debito elevato può essere letto come un marchio di qualità: spesso riflette infatti una forte capacità economica e un solido contesto istituzionale.

– STATI UNITI – IL MAGNETE DEL DEBITO

Dal 1992, gli Stati Uniti registrano costantemente deficit delle partite correnti, in media pari al 3% del PIL. In termini assoluti, tra il 1992 e il 2025 gli Stati Uniti hanno accumulato un gigantesco deficit delle partite correnti pari a 17.000 miliardi di dollari. Si potrebbe quindi pensare che gli USA vivano inevitabilmente al di sopra dei propri mezzi. Anno dopo anno, infatti, importano negli Stati Uniti più beni e servizi di quanti ne esportino verso il resto del mondo.

Questa situazione è resa possibile dal privilegio del dollaro: la domanda estera costantemente elevata di dollari statunitensi e di attività finanziarie denominate in dollari. Lo si vede chiaramente guardando al debito americano: alla fine dello scorso anno, investitori non statunitensi detenevano titoli di debito americani per circa 16.000 miliardi di dollari, di cui 9.300 miliardi in Treasury, i titoli di Stato USA. Al contrario, gli investitori statunitensi possedevano appena 4.000 miliardi di dollari in obbligazioni estere. Detto in modo un po' semplificato, è quindi l'estero stesso a finanziare il generoso consumo americano verso il resto del mondo. ➔





– CINA –
IN CORSIA DI SORPASSO

Nel nuovo millennio, la Cina ha vissuto una crescita economica vertiginosa. Nel 2000, il PIL del Regno di Mezzo era pari a un quinto di quello dell'Eurozona. Meno di vent'anni dopo, Pechino ha superato l'Europa. Dal 2018, il PIL cinese su base annua è stabilmente più alto.

Ma la corsa riguarda anche il debito. Tra il 2010 e il 2025, il debito pubblico è quasi triplicato, passando dal 33% al 96% del PIL. Anche famiglie e imprese si sono fortemente indebitate: mentre l'indebitamento dei privati, negli ultimi 15 anni, è salito dal 22 a circa il 60% del PIL, le imprese cinesi, con un rapporto debito/PIL ormai superiore al 140%, figurano tra le più indebitate al mondo. Tuttavia, gran parte dei debiti aziendali riguarda imprese statali, quindi riconducibili indirettamente allo Stato.

Nel complesso, il debito totale della Cina (inteso come somma di debito pubblico, debito delle imprese e debito delle famiglie) alla fine dello scorso anno aveva raggiunto circa il 300% del PIL. Gli Stati Uniti, prima economia mondiale, si fermavano invece a poco meno del 270%, mentre l'Eurozona restava appena sotto il 250%.

– GIAPPONE –
**IL “PERPETUUM MOBILE”
DELLE FINANZE PUBBLICHE**

Il Giappone è il leader indiscusso del debito pubblico: nel 2025 era pari a 2,3 volte la ricchezza prodotta dal paese. Non è una novità: da oltre 15 anni il debito pubblico del Giappone supera la soglia del 200% del PIL. Nonostante ciò, il governo ha potuto continuare a spendere per anni: dall'inizio del millennio il disavanzo primario (ossia il deficit pubblico al netto delle spese per interessi) è pari in media a oltre il 4% del PIL.

Questo è stato possibile grazie all’“intercessione” della Bank of Japan (BoJ). Grazie a decenni di tassi bassissimi e a massicci acquisti

di titoli di Stato da parte della banca centrale, la sostenibilità del debito pubblico giapponese sembrava non conoscere quasi più limiti. Oggi la banca centrale detiene ancora circa il 40% del debito pubblico nazionale. Ma non è solo lo Stato giapponese a “saper fare debito”. L'indebitamento complessivo del Giappone si aggira intorno al 400% del PIL. Anche questo, nel confronto internazionale, vale un primato degno di nota.

– PAKISTAN –
LE DUE FACCE DELLA STESSA MEDAGLIA

In pochi paesi metà del bilancio statale è destinato al servizio del debito. In Pakistan è esattamente così. Per l'anno fiscale 2025/2026, il governo ha previsto pagamenti per interessi pari a 8.200 miliardi di rupie pakistane, equivalenti al 46,7% dell'intero bilancio federale. Vista così, la zavorra del debito pubblico del paese appare schiacciante.

Ma anche l'assenza di debito può essere un problema: le famiglie pakistane hanno un indebitamento pari solo al 2% del PIL, ovvero neanche 50 dollari pro capite. Il motivo è molto semplice: a molte persone, semplicemente, manca l'accesso al credito a causa della loro fragile situazione economica. Oltre l'80% dei lavoratori è impiegato nel settore informale e l'aspettativa di vita è sotto i 70 anni.

Nel caso del Pakistan, uno Stato sovraindebitato e una popolazione che, pur essendo poco indebitata, vive al tempo stesso con un basso livello di benessere rappresentano due facce della stessa medaglia. ♦

Le facce dollarò

di Julian Marx

All'inizio del secondo mandato
del presidente statunitense
Donald Trump, il dollaro ha
inizialmente perso terreno.
La valuta di riferimento mondiale
ha forse superato il suo apice?

Oggi, cercando le economie industrializzate con la crescita più forte, è difficile ignorare gli Stati Uniti, la più grande economia del mondo. La solidità dei consumi e l'aumento degli investimenti, soprattutto nei data center, hanno permesso all'economia americana di crescere in termini reali di circa il 2% lo scorso anno. Secondo le stime del Fondo Monetario Internazionale (FMI), anche quest'anno la crescita statunitense dovrebbe attestarsi nuovamente intorno al 2%. Un dato notevole.

Altrove, infatti, la crescita appare decisamente più modesta, come mostra il confronto con gli altri paesi del G7. Per Germania, Francia, Regno Unito, Italia, Giappone e Canada, il FMI prevede in media una crescita reale di appena 0,9% nel corso dell'anno: circa la metà rispetto agli Stati Uniti.

due del USA

Il modello di crescita dello scorso anno potrebbe quindi ripetersi. Proprio per questo sorprende, a prima vista, che il dollaro statunitense abbia perso sensibilmente valore nell'ultimo anno rispetto all'euro, alla sterlina britannica e al dollaro canadese. Le ragioni di questa debolezza del dollaro sembrano infatti più profonde.

UNA QUESTIONE DI FIDUCIA

Gli Stati Uniti sono considerati il centro finanziario globale. Per molte società del settore finanziario il dollaro rappresenta la principale classe di investimento, mentre per le banche centrali di tutto il mondo il "greenback" resta la valuta di riserva dominante. Quanto il sistema finanziario globale guardi agli Stati Uniti lo dimostra anche il volume degli investimenti di portafoglio effettuati da investitori non americani negli USA: alla fine dello scorso anno ammontavano a ben 38.000 miliardi di dollari USA. Una cifra superiore al PIL annuale statunitense e cresciuta ulteriormente nel corso dell'ultimo anno. Secondo il Dipartimento del Tesoro americano, nel 2025 gli investitori stranieri hanno destinato netti 1.552 miliardi di dollari a nuovi investimenti in titoli statunitensi a lungo termine.

Il ruolo internazionale del dollaro, però, non dipende soltanto dalle dimensioni dell'economia o del mercato dei capitali americano. Da decenni il dollaro è considerato anche un bene rifugio perché gli Stati Uniti hanno offerto (almeno

finora) un contesto istituzionale e macroeconomico stabile, capace di garantire prevedibilità e sicurezza. Sotto la presidenza Trump, tuttavia, questa certezza ha iniziato a incrinarsi. La svolta è arrivata soprattutto con il cosiddetto “Giorno della liberazione” dell’aprile 2025, quando Trump inaugurò la fine dell’era del libero scambio con minacce di dazi sulle importazioni americane tanto aggressive quanto imprevedibili, anche se in seguito vari accordi ne hanno attenuato gli effetti.

Un ulteriore episodio che ha danneggiato la fiducia degli investitori europei è stata la minaccia, nel gennaio 2026, di annettere la Groenlandia. Inizialmente il presidente americano lasciò persino intendere la possibilità di ricorrere alla forza contro paesi alleati. Parallelamente impose dazi contro la Danimarca e altri paesi europei che sostenevano la storica protezione danese sulla Groenlandia, nel tentativo di aumentare la pressione politica. Queste nuove minacce commerciali arrivavano peraltro solo pochi mesi dopo la firma di un accordo commerciale tra Stati Uniti e Unione Europea. Anche se i cosiddetti “dazi Groenlandia” furono rapidamente ritirati, costruire fiducia è tutta un’altra cosa.

UN DISTACCO GRADUALE

Se per gli alleati occidentali una certa perdita di fiducia nel dollaro è un fenomeno relativamente recente, i rivali politici degli Stati Uniti nutrono da molti anni riserve nei confronti della valuta di riferimento mondiale. Dall’inizio della guerra in Ucraina, infatti, il rischio di sanzioni sugli asset denominati in dollari non è più una semplice ipotesi teorica, come dimostra il caso della Russia.

In questo contesto, i tentativi di emanciparsi gradualmente dal dollaro sono del tutto comprensibili. Tuttavia, per i rivali politici degli Stati Uniti, tradurre in pratica una vera “dedollarizzazione” resta complicato. Lo suggerisce uno sguardo alle riserve valutarie globali delle banche centrali: oltre il 90% delle riserve – escludendo inizialmente l’oro – è ancora denominato in dollari statunitensi o in valute di altri paesi industrializzati occidentali. Tra queste figurano soprattutto l’euro, con una quota di circa il 20% delle riserve valutarie globali, lo yen giapponese, intorno al 6 per cento, e la sterlina britannica, poco sotto il 5%. Il renminbi cinese, invece,

si ferma ad appena il 2%. Se si considera inoltre che gli Stati Uniti e le economie a loro vicine rappresentano oltre la metà del PIL mondiale e hanno un ruolo centrale nel commercio internazionale, gli ostacoli a un abbandono del dollaro restano molto elevati.

Eppure, in alcune economie la “dedollarizzazione” procede, anche se a piccoli passi. Lo indicano i continui acquisti di oro da parte di numerose banche centrali, per esempio in Brasile, Cina e Turchia. Secondo le stime del World Gold Council, nel 2025 le banche centrali hanno acquistato complessivamente oltre 860 tonnellate d’oro. In termini di volume si tratta di una quantità leggermente inferiore rispetto ai tre anni precedenti, quando gli acquisti avevano superato ogni anno le 1.000 tonnellate. Ma se si tiene conto del forte aumento del prezzo dell’oro, la corsa all’oro di molte banche centrali risulta addirittura accelerata.

Di conseguenza, la quota dell’oro nelle riserve valutarie complessive è ulteriormente aumentata: da poco meno del 10% nel 2015 a circa il 28% alla fine del 2025. Specularmente, la quota del dollaro statunitense nelle riserve mondiali è scesa dal 58% a poco più del 40%.

LA DIFFICILE RICERCA DI ALTERNATIVE

Sulla base di questi dati, i più pessimisti potrebbero costruire una narrazione sul declino del dollaro. Ma in realtà non è così semplice. Da un lato, le riserve valutarie mondiali in dollari stagnano da molti anni intorno ai 7.000 miliardi di dollari: in termini assoluti, quindi, è cambiato poco. Inoltre, la perdita di peso relativo delle riserve in dollari si spiega in larga parte con l’aumento del prezzo dell’oro negli ultimi anni.

Dall’altro lato, al di fuori delle riserve valutarie, l’oro è solo in parte adatto a sostituire il dollaro o la moneta. Pur avendo un’utilità strategica come riserva di valore, e svolgendo quindi una funzione essenziale della moneta, l’oro, per esempio, non può essere usato facilmente come mezzo di pagamento su larga scala.

Di conseguenza, in molti ambiti il predominio del dollaro sembra ancora intatto. Un recente studio della Banca dei

Regolamenti Internazionali ha rilevato che, in questo millennio, dollaro ed euro hanno ulteriormente rafforzato la loro posizione dominante nel credito internazionale. Nei 29 paesi analizzati, nel 2000 in media il 60% di tutte le obbligazioni internazionali era denominato in dollari. Nel 2024 questa quota era salita a oltre il 63%; in alcuni paesi emergenti, come Brasile e Turchia, la quota in dollari ha superato di recente persino il 90%. Nello stesso periodo, l’euro ha aumentato la propria quota media dal 12 al 21%.

Anche il fatto che il mercato, ancora giovane, delle stablecoin sia finora quasi interamente ancorato al dollaro può essere letto come un segnale positivo della sua persistente centralità. Nella competizione tra valute fiat, il dollaro statunitense mantiene quindi, almeno per ora, una posizione davvero eccezionale.

LE DUE FACCE DEL “GREENBACK”

In definitiva, nell’attuale contesto il dollaro statunitense mostra due volti. Da un lato, resta una valuta il cui utilizzo sui mercati finanziari internazionali appare ancora, in larga misura, privo di vere alternative. Per questo, a nostro avviso, è bene non dare troppo peso ai movimenti di breve periodo dei cambi. Anni deboli per il dollaro si sono già visti anche in passato.

Del resto, rispetto all’euro, il dollaro si trova oggi quasi esattamente sugli stessi livelli dell’introduzione della moneta unica nel 1999: allora per un euro si ottenevano circa 1,18 dollari, un valore attorno al quale il cambio ha oscillato anche negli ultimi trimestri. Rispetto ad allora, però, il cambio effettivo dell’euro ponderato per gli scambi commerciali – che misura l’euro rispetto a un ampio paniere di valute – è oggi quasi del 30% più forte. Da questo punto di vista, la forza dell’euro si riflette direttamente anche sul dollaro.

Dall’altro lato, emerge l’immagine di una valuta di riserva un tempo estremamente dominante, ma oggi sotto pressione in termini relativi. Molte banche centrali stanno cercando di aumentare le proprie riserve auree. Guardando al futuro, esistono inoltre ulteriori spinte verso una maggiore autonomia. Diversi importanti blocchi valutari ambiscono a sottrarre quote di mercato al dollaro.

IL CANE SI MORDE LA CODA?

Da diversi anni la Cina punta ad ampliare il proprio peso politico ed economico attraverso la “Belt and Road Initiative”, finanziando investimenti infrastrutturali in varie aree del mondo. In un contesto internazionale sempre più diviso, è probabile che aumentino anche i tentativi di “esportare” la propria valuta.

Dal canto suo, la Banca Centrale Europea sfrutta la recente erosione della fiducia nella politica statunitense per valorizzare la stabilità istituzionale dell’Eurozona e presentare la moneta unica come alternativa d’investimento al dollaro. Inoltre, lo sviluppo dell’euro digitale mira a ridurre la dipendenza dai fornitori statunitensi di servizi di pagamento e, quindi, ad aumentare l’autonomia finanziaria europea. Le ambizioni dell’Eurozona possono essere lette anche come un segnale d’allarme per gli Stati Uniti. Se gli USA, o il loro presidente, spingessero troppo oltre le minacce ricorrenti, un giorno persino paesi tradizionalmente vicini a Washington potrebbero smettere di reagire alla pressione americana.

A quel punto, il cane rischierebbe davvero di mordersi la coda: più spesso gli Stati Uniti, o il presidente Trump, useranno la loro posizione dominante come strumento di pressione, più questo gesto intimidatorio potrebbe perdere efficacia. Ogni nuova minaccia potrebbe spingere altri paesi ad allontanarsi ulteriormente dagli Stati Uniti e dal dollaro come valuta di riferimento.

Non siamo ancora a un punto in cui lo status del dollaro come valuta guida appaia immediatamente in pericolo. Ma un’amministrazione Trump persistentemente conflittuale potrebbe almeno accelerare i processi di emancipazione e aumentare così la probabilità di uno scenario in cui il ruolo del dollaro finisca per indebolirsi. ♦

di Shenwei Li



POSTA DA S H A N G H A I

Motore economico, superpotenza, dittatura di partito. Chi si interessa di tendenze globali, non può che guardare alla Cina. L'analista Shenwei Li racconta in modo soggettivo le sue esperienze dal punto di vista di una cinese. Questa volta il tema è la crescita dei rapporti di lavoro non tradizionali nel suo paese.

A prima vista suona moderno e persino liberatorio: i lavoratori della "Gig Economy" svolgono incarichi di breve durata, assegnati per lo più tramite piattaforme digitali. Non sono vincolati a orari o contratti fissi. Lavorano quando e come vogliono. E vengono pagati a prestazione. Alle aziende, questa flessibilità fa molto comodo, soprattutto nell'era dell'intelligenza artificiale, in cui i processi di lavoro vengono sempre più suddivisi in singole attività e possono essere coordinati con relativa facilità.

Così, in Cina, il 27% di tutti gli occupati lavora già come "gig worker". Nel settore pubblico la quota arriverebbe addirittura al 43%. Ufficialmente, per "gig work" si intende un'attività svolta senza contratto di lavoro, per almeno un'ora alla settimana e dietro compenso.

Questa percentuale sorprendentemente elevata è stata rilevata dalla rivista cinese Caixin. Secondo i dati ufficiali, in Cina ci sono circa 740 milioni di occupati, di cui 470 milioni nelle aree urbane. A fronte di questi numeri, i gig worker sarebbero 200 milioni. Eppure, solo dieci anni fa, da noi era un fenomeno marginale.

COME HA FATTO IL LAVORO "GIG" A DIVENTARE RAPIDAMENTE UN FENOMENO COSÌ DIFFUSO?

Da un lato, ha probabilmente contribuito la persistente debolezza macroeconomica della nostra economia. La vita media di un'impresa privata è scesa dai 3,2 anni degli anni '90 a 2,5 anni. Nel settore privato, quindi, i contratti di lavoro di lunga durata spesso non risultano convenienti.

Inoltre, alcune aziende intervistate da Caixin hanno dichiarato di esternalizzare il 10% dei posti di lavoro sotto forma di incarichi "gig", riuscendo così a risparmiare tra il 20 e il 30% sui costi del personale. Per i dipendenti assunti stabilmente, infatti, i datori di lavoro devono versare i contributi previdenziali, pari addirittura al 35% dello stipendio lordo. Per i gig worker, invece, questi costi non sono dovuti. Le imprese devono inoltre fare i conti con norme sul lavoro più severe quando vogliono licenziare un dipendente assunto a tempo indeterminato. I gig worker, invece, non godono di alcuna tutela.

Non sorprende quindi che oltre il 52% delle aziende intervistate vorrebbe aumentare ulteriormente la quota di lavoratori gig. A beneficiarne sono le società di intermediazione del personale, che in Cina sono in grado di trovare e mettere in contatto con un'azienda dieci gig worker nel giro di tre ore. Il numero di queste società si è triplicato negli ultimi dieci anni.

LIBERTÀ O LAVORO PRECARIO?

Molti gig worker sono giovani e ben istruiti. Spesso sembrano scegliere attivamente un incarico gig invece di un lavoro dipendente, perché offre maggiore flessibilità e, in caso di insuccesso, possono in genere contare sul sostegno dei genitori o della famiglia.

Per i gig worker con più di 30 anni, invece, spesso non c'è alternativa. Il 77% degli autisti intervistati da Caixin ha dichiarato di essere diventato conducente per piattaforme

digitali dopo aver perso il lavoro. Più della metà di loro mantiene così l'unica o principale fonte di reddito della famiglia. Il problema è che, tra il 2020 e il 2024 il numero di tassisti e autisti per servizi di trasporto persone è aumentato del 159%, mentre gli ordini sono cresciuti solo del 38%. Di conseguenza, oggi i singoli conducenti devono lavorare più a lungo per ottenere un reddito sufficiente.

In bassa stagione, inoltre, un terzo degli operai edili lavora come autonomo; in alta stagione la quota sale a due terzi. Anche in alcune aziende internet oggi ci sono più freelance che dipendenti fissi. In altri comparti, come l'assistenza clienti online, la quota di outsourcing arriva persino al 70%.

Secondo uno studio di Zhipin, il 45% di chi lavora in servizi come il trasporto passeggeri o la consegna di pacchi guadagna tra 10.000 e 15.000 renminbi al mese, collocandosi così nella fascia alta del segmento. Ma non è così ovunque.

Soprattutto, i gig worker devono fare i conti con redditi instabili e devono provvedere da soli alla propria assicurazione. Non esiste però un obbligo assicurativo. Se scelgono il sistema previdenziale pubblico, sono soggetti alle stesse aliquote dei lavoratori dipendenti con un reddito lordo equivalente. Tuttavia, devono pagare da soli anche la quota a carico del datore di lavoro, pari al 35%. Molti non possono permetterselo. Lo studio citato mostra, per esempio, che solo il 10% dei rider intervistati ritiene adeguata l'attuale aliquota previdenziale.

Durante l'ultimo Congresso nazionale del popolo è stato chiesto che le piattaforme si assumano maggiori responsabilità su questo fronte. Considerando che l'intera forza lavoro gig in Cina rappresenta ormai quasi il 30% di tutti gli occupati, servono soluzioni urgenti. La nostra società non può permettersi che una quota così ampia della popolazione esca dal sistema a causa degli elevati costi previdenziali. ♦

Shenwei Li è analista a Shanghai.

TITOL O

L'eroe sbagliato

di Sven Ebert

Che cosa ha in comune il sistema pensionistico tedesco e Pac-Man, il celebre personaggio dei videogiochi giapponesi? Purtroppo più di quanto si possa pensare ...

Grafico 1
**La realtà:
una pensione come "Pacman"**
Redditi di un pensionato tipo,
ovvero senza reddito da lavoro,
pensione o previdenza professionale.

Previdenza pensionistica aziendale **11%**

Previdenza privata **9%**

Sistema pensionistico obbligatorio **80%**

Oggi un pensionato tedesco medio, che ha trascorso la propria vita lavorativa come dipendente, ricava circa l'80% del reddito dalla pensione pubblica. La previdenza aziendale e quella privata giocano un ruolo marginale, contribuendo ciascuna per appena il 10%. Se si rappresenta questa distribuzione con un grafico a torta e gli si aggiunge un occhio, il risultato ricorda Pac-Man, la simpatica icona degli anni Ottanta (si veda il Grafico 1). Ma, al di là della nostalgia, questa forte concentrazione rappresenta un rischio significativo. In termini previdenziali, Pac-Man è l'eroe sbagliato.

Infatti, il cambiamento demografico – con una popolazione sempre più anziana – renderà sempre più difficile finanziare il sistema pensionistico pubblico nei prossimi decenni. Il numero dei pensionati cresce, quello dei contribuenti diminuisce (si veda anche: "Errori nel sistema" a pagina 36).

Senza riforme profonde, il peso complessivo di tasse e contributi sui salari lordi potrebbe salire dal 43% al 60%. Un aumento che potrebbe essere compensato solo da una crescita della produttività pari all'1% annuo. Tuttavia, incrementi di questo tipo non si registrano neppure lontanamente dagli anni '90.

LA STRADA MIGLIORE ...

Ci troviamo dunque a un bivio. La spesa pubblica per le pensioni in Germania ammonta oggi al 10,8% del PIL, ben al di sopra della media OCSE dell'8,1%. Senza una riforma del sistema, il paese rischia di seguire l'esempio di Francia e Italia, dove oltre il 15% del PIL è destinato alla previdenza. Non a caso, questi paesi presentano anche livelli elevati di debito pubblico.

Senza
riforme profonde,
il peso complessivo
di tasse e contributi
sui salari lordi
potrebbe salire
dal 43% al 60%.



La strada migliore è rafforzare la previdenza basata sulla capitalizzazione. Stati come i Paesi Bassi e la Svezia dimostrano che è possibile garantire una sicurezza previdenziale solida anche con una spesa pubblica più contenuta, combinando una base pubblica con sistemi aziendali e privati. L'obiettivo dovrebbe essere un modello in cui i tre pilastri – pubblico, aziendale e privato – contribuiscano in modo equilibrato al tenore di vita in età avanzata.

Per arrivarci, è necessario innanzitutto contenere la crescita della spesa pubblica per le pensioni. Secondo la normativa vigente, potrebbe raggiungere i 600 miliardi di euro entro il 2035: un aumento complessivo del 50% in dieci anni, pari a oltre il 4% annuo. Nel frattempo, la crescita economica si mantiene sotto l'1% all'anno, anche a causa dell'elevata pressione fiscale e contributiva.

Paradossalmente, questi maggiori esborsi non si traducono in benefici duraturi per i pensionati: il peso crescente viene infatti distribuito su un numero sempre maggiore di beneficiari. Di conseguenza, il livello delle pensioni, nonostante le promesse politiche, è destinato a diminuire nuovamente, proseguendo così un trend dominante fra le pensioni statali, in atto già dalla metà degli anni '80.

IL MODELLO OLANDESE

Serve maggiore chiarezza: lo Stato tedesco è sufficientemente forte da garantire a tutti una pensione di base. Garantire il mantenimento del tenore di vita individuale, invece, diventa sempre più difficile. Non c'è però motivo di temere un cambiamento di sistema verso una previdenza pubblica di base: modelli di questo tipo funzionano già con successo all'estero. Nei Paesi Bassi, ad esempio,

esiste una pensione pubblica di base indipendente dal reddito. Eppure, il rischio di povertà tra gli anziani è inferiore rispetto alla Germania, anche grazie a un sistema aziendale più sviluppato e organizzato privatamente.

Per questo motivo, la previdenza aziendale dovrebbe coinvolgere una quota più ampia della popolazione anche in Germania. Nei Paesi Bassi, i contratti collettivi garantiscono un'ampia partecipazione dei lavoratori. I fondi pensione di settore investono in modo professionale, con una significativa esposizione azionaria.

In Germania, invece, il sistema è molto frammentato: solo un lavoratore su due dispone di una forma di previdenza integrativa. Nel complesso, esistono oltre dieci modalità diverse attraverso cui le aziende possono organizzare la previdenza per i propri dipendenti. Alcuni modelli prevedono garanzie sui contributi, riducendo però i rendimenti. Altri impongono come unica opzione una rendita vitalizia mensile, limitando la flessibilità.

Per superare questa frammentazione, sarebbe opportuno facilitare il passaggio tra i diversi modelli e rafforzare quelli che combinano una maggiore esposizione azionaria con una gestione più flessibile del capitale accumulato.

PUNTARE SULLE AZIONI

Parallelamente, è necessario sviluppare la previdenza privata basata sulla capitalizzazione. Il nuovo "conto previdenziale" promosso dal governo rappresenta un passo nella giusta direzione. Il suo predecessore, la pensione Riester, sembrava già vent'anni fa segnare una svolta verso una maggiore



responsabilità individuale. Tuttavia, l'obbligo di garantire i contributi, in un contesto di tassi d'interesse molto bassi negli anni 2010, ha prodotto rendimenti reali negativi, erodendo la fiducia dei risparmiatori.

Il nuovo strumento elimina questa garanzia, rendendo possibile un investimento azionario di lungo periodo con rendimenti più robusti. Incentivi

fiscali e contributi pubblici favoriscono la formazione di capitale privato. Inoltre, la maggiore libertà di utilizzo del capitale durante il pensionamento rende il prodotto ancora più interessante: convertire il capitale in una rendita vitalizia resta possibile, ma non è più obbligatorio. Fino al 30% del capitale può essere ritirato subito al momento del pensionamento, mentre il resto può essere erogato in rate fino agli 85 anni.



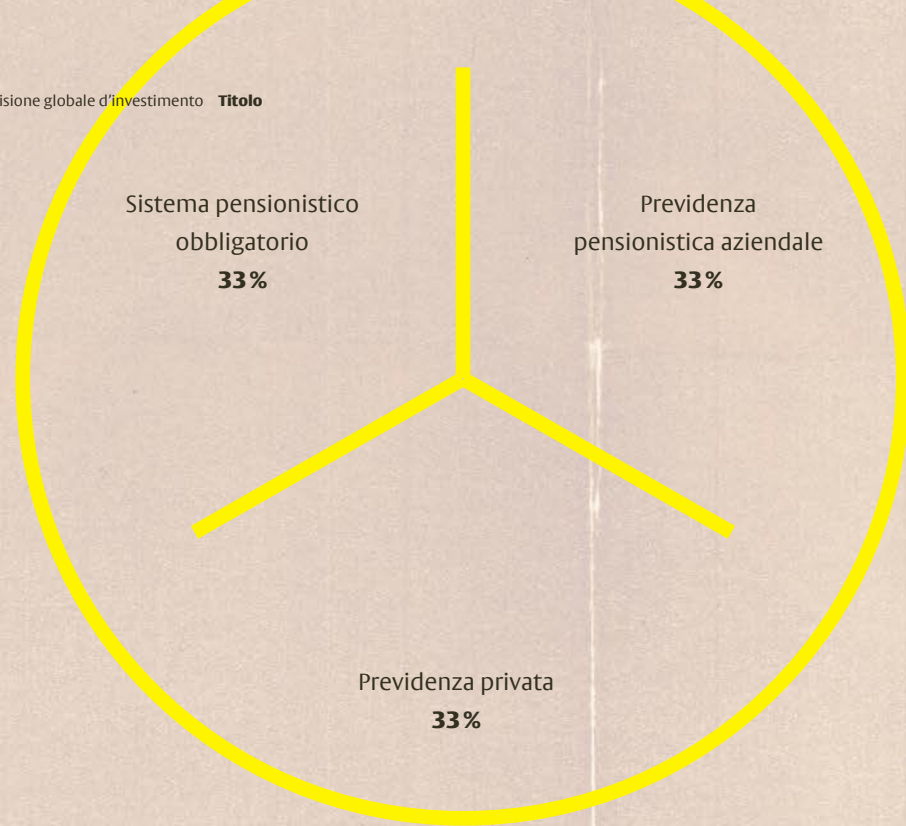


Grafico 3
**L'ideale:
una previdenza per
la vecchiaia come
la "stella Mercedes"**

Fonte: Rapporto sulla
previdenza sociale 2024
del Ministero federale del
lavoro e degli affari sociali.

I risparmiatori dovrebbero sfruttare questa nuova libertà, orientandosi maggiormente verso gli investimenti azionari. Per farlo in modo consapevole, è fondamentale rafforzare l'educazione finanziaria tra l'opinione pubblica. I risultati saranno visibili direttamente nei conti previdenziali individuali, aprendo la strada a una nuova cultura del risparmio, in cui non siano più i conti di risparmio – vulnerabili all'inflazione – ma le azioni a svolgere un ruolo centrale. Il confronto con il Canada evidenzia chiaramente il margine di miglioramento (si veda Grafico 2).

DALLA LOGICA DI PAC-MAN ALLA "STELLA MERCEDES"

Poiché la trasformazione richiederà tempo, è opportuno avviare subito il passaggio da un sistema "Pac-Man" a un modello più equilibrato, rappresentato simbolicamente dalla stella Mercedes: tre pilastri di pari importanza (si veda Grafico 3). A tal fine, è necessario tenere in considerazione tre principi fondamentali.

Primo: la pensione pubblica dovrà limitarsi a garantire una base di sicurezza. Né più, né meno. Ciò potrebbe implicare anche che i redditi più elevati ricevano prestazioni solo moderatamente superiori per i contributi versati.

Secondo: la previdenza aziendale deve essere ampliata, diventando uno strumento diffuso per avvicinare ampie fasce della popolazione a una previdenza basata sugli investimenti azionari direttamente dal posto di lavoro. In questo contesto, la presenza di una base pubblica rende meno necessarie rigide garanzie sui contributi.

Terzo: occorre rafforzare la previdenza privata, anche grazie al nuovo conto previdenziale incentivato dallo Stato. Affinché restino maggiori risorse disponibili per il risparmio a fine mese, servono però anche riforme favorevoli alla crescita, capaci di aumentare la produttività e, di conseguenza, i salari.

Pietre miliari nella storia delle pensioni

di Sven Ebert

Da modello per il mondo a sistema in difficoltà:
come è cambiata la previdenza in Germania
e cosa hanno fatto meglio altri paesi.

– 1.1 –

LA PENSIONE DI BISMARCK (1891 – 1957)

Nel 1889 Otto von Bismarck introdusse in Germania la prima assicurazione pensionistica pubblica. L'idea era ambiziosa: creare un fondo di capitale per proteggere i cittadini dalla povertà nella vecchiaia. In pratica, però, le risorse iniziali erano scarse. I contributi ammontavano appena all'1,7% del salario, divisi equamente tra lavoratori e datori di lavoro. Questo permetteva solo una tutela minima. La pensione veniva erogata a partire dai 70 anni, un'età che all'epoca pochi raggiungevano.

A complicare le cose intervennero guerre, inflazione e riforme monetarie, che impedirono di accumulare il capitale previsto. Così, fino alla metà degli anni '50, la pensione pubblica nella Germania

dell'Ovest rimase una forma di sostegno di base: finanziata per un terzo dallo Stato e per due terzi dai contributi. Nel frattempo, l'età pensionabile era stata abbassata a 65 anni.

Il modello di Bismarck in sintesi

Sistema obbligatorio, legato al reddito e basato sull'accumulo di capitale
Contributo a carico dei lavoratori: 0,85%
Contributo a carico del datore di lavoro: 0,85%
Contributo statale: 50 marchi annui per assicurato
Tasso di sostituzione netto: 20–25% del reddito
Età pensionabile: 70 anni (dal 1916: 65 anni)
Aspettativa di vita all'epoca: 41 anni per gli uomini, 44 per le donne

– 1.2 –

UN MODELLO CHE FA SCUOLA

Pur offrendo una copertura limitata, il sistema di Bismarck diventò un punto di riferimento internazionale. Nell’Impero austro-ungarico esistevano già forme di tutela per i funzionari pubblici, e furono introdotte anche assicurazioni contro gli infortuni e le malattie sul lavoro. Nel 1906 arrivò una legge pensionistica per gli impiegati, considerati più privilegiati degli operai. Per questi ultimi si tentò una riforma nel 1927, che però non entrò mai in vigore.

Anche nei Paesi Bassi, per molto tempo gli anziani dovettero contare su aiuti privati o religiosi: infatti, mentre la tutela in caso di invalidità fu regolata nel 1913, un’assicurazione pensionistica pubblica arrivò solo dopo la Seconda Guerra Mondiale.

Negli Stati Uniti, il “Social Security Act” del 1935 introdusse, oltre a un’assicurazione contro invalidità e malattia, anche una forma seppur rudimentale di assicurazione pensionistica. Nel 1908, con l’ “Old Age Pensions Act”, il Regno Unito aveva introdotto una pensione finanziata con il gettito fiscale, volta a garantire un reddito minimo di sussistenza nella fase di vecchiaia. La Francia creò nel 1910 una forma di previdenza per operai e agricoltori, ma non essendo più obbligatoria dopo il 1912, ebbe scarso successo. L’Italia adottò il modello bismarckiano nel 1919.

In breve: in Germania, una forma di protezione contro la povertà in età avanzata esiste dalla pensione di Bismarck del 1891. Era una protezione essenziale, pensata per garantire un minimo sostegno a chi viveva abbastanza a lungo da arrivare all’età pensionabile. Questo modello ha influenzato molti altri paesi.

– 2.1 –

**LA NASCITA DEL SISTEMA MODERNO
(DAL 1957)**

Nel 1957 la Germania cambiò rotta: il Cancelliere Konrad Adenauer abbandonò l’idea di accumulare un fondo e introdusse il sistema a ripartizione, cioè quello in cui i lavoratori attivi finanziano le pensioni correnti. È il cosiddetto “patto tra generazioni”, ancora oggi in vigore. All’inizio, le pensioni corrispondevano a circa il 60% del reddito medio lordo, con contributi pari al 14% del salario. Da allora, l’importo della pensione dipende da tre fattori principali: gli anni di contributi versati, il livello del reddito durante la vita lavorativa e l’andamento generale dei salari.

La pensione pubblica del 1957 in sintesi

Contributo a carico del lavoratore:

7% del salario lordo

Contributo a carico del datore di lavoro:

7% del salario lordo

Tetto imponibile: 9.000 marchi tedeschi, a fronte di un reddito medio di 5.043 marchi

Contributo statale: 27% della spesa complessiva dell’assicurazione pensionistica, pari a 1,3 miliardi di marchi

Tasso di sostituzione: 60% del salario lordo medio

Età pensionabile: 65 anni

Aspettativa di vita: Uomini: 67 anni, Donne: 72 anni

– 2.2 –

**UNA PRIMA ALTERNATIVA:
LA PENSIONE DI BASE SECONDO
IL MODELLO BEVERIDGE**

Anche in Gran Bretagna i sistemi sociali erano stati messi sotto pressione da due guerre mondiali. Nel 1940 l’economista e politico britannico William Beveridge fu incaricato di elaborare proposte di riforma. L’idea era garantire a tutti, in età avanzata, un minimo vitale attraverso una pensione di base finanziata con le imposte.

I Paesi Bassi seguirono questa impostazione. Dopo la Seconda guerra mondiale, il Ministro socialdemocratico degli Affari sociali introdusse una legge d’emergenza sulle pensioni di vecchiaia. Nacque così un sistema finanziato dai contributi, con un tetto imponibile basso, che garantiva prestazioni forfettarie a ogni cittadino. Nel 1956 quella legge d’emergenza fu trasformata nella Legge generale sull’assicurazione di vecchiaia, che ancora oggi costituisce la base del sistema pensionistico olandese.

Per chi aveva vissuto 50 anni nei Paesi Bassi, nel 2025 la pensione mensile lorda era di circa 1.600 euro. Una cifra leggermente inferiore alla pensione lorda standard tedesca, pari a circa 1.800 euro, cioè la pensione che riceve in Germania un lavoratore con reddito medio dopo 45 anni di contributi. Per le coppie dello stesso nucleo familiare, nei Paesi Bassi l’importo è di poco inferiore a 1.100 euro a persona. L’aliquota contributiva è pari al 18% del reddito imponibile, quindi vicina al 18,6% applicato in Germania. Tuttavia, nel 2025 il tetto di reddito su cui versare i contributi era molto più basso: circa 38.000 euro, meno della metà rispetto ai 96.600 euro previsti in Germania.

– 3.1 –

**LA RIFORMA PENSIONISTICA
DEL 1972 IN GERMANIA**

Come nella maggior parte dei paesi industrializzati, anche in Germania tra il 1965 e il 1970 il tasso di natalità diminuì di circa il 40%. Questo calo viene spesso attribuito alla diffusione della pillola anticoncezionale, anche se probabilmente entrarono in gioco anche altri fattori. Ad ogni modo, in linea generale, i sistemi pensionistici a ripartizione arrivano presto al limite quando il numero dei pensionati cresce e quello dei contribuenti diminuisce, tanto più se nel frattempo aumenta anche l’aspettativa di vita.

All’inizio degli anni ‘70, però, la pressione sulla spesa era ancora contenuta, grazie agli alti tassi di natalità del passato: il contributo federale alla pensione era sceso dal 27% della spesa dell’assicurazione pensionistica nel 1957 al 15% nel 1970. Con la riforma del 1972, la Germania scelse quindi di aprire la strada al pensionamento anticipato. Una decisione che fece crescere la spesa pensionistica, invece di mettere il sistema al riparo dai problemi demografici che già si profilavano all’orizzonte.



Dopo la riforma pensionistica del 1972

Pensione pubblica: obbligatoria, legata al reddito, finanziata a ripartizione e adeguata all'andamento dei salari

Contributo a carico del lavoratore: 8,5% del salario lordo

Contributo a carico del datore di lavoro: 8,5% del salario lordo

Tetto imponibile: 25.200 marchi tedeschi all'anno a fronte di un reddito medio di 16.335 marchi

Contributo statale: 15% della spesa pensionistica o da 6,5 a 6,8 miliardi di marchi

Tasso di sostituzione netto: 64%.

Età pensionabile: 65 anni, pensionamento anticipato a partire dai 63 anni con 35 anni di contributi o a partire dai 60 anni per le donne e i disoccupati

Aspettativa di vita: Uomini: 67 anni, Donne: 73 anni

– 3.2 –

RAFFORZAMENTO DELLA PREVIDENZA AZIENDALE NEGLI STATI UNITI

Durante la Grande Depressione, gli Stati Uniti avevano introdotto nel 1935 una pensione pubblica con il Social Security Act. Nel 1956 si aggiunse una pensione per incapacità lavorativa. Eppure, fino al 1970 il tasso di sostituzione netto della pensione pubblica restava molto basso: appena il 29%. La povertà tra gli anziani era un problema rilevante, soprattutto negli anni '70, segnati da un'inflazione elevata. Nel 1974 fu approvato l'Employee Retirement Income Security Act (ERISA) con l'obiettivo di regolamentare meglio i sistemi

privati di previdenza per la vecchiaia. Ma quello che oggi è il principale strumento di risparmio pensionistico per gli americani nacque, in pratica, quasi per caso.

Nel 1978 il Congresso degli Stati Uniti decise di modificare il codice fiscale. Il consulente fiscale Ted Benna esaminò le nuove norme una per una e, nel paragrafo 401(k), scoprì che le aziende avevano apparentemente la possibilità di esentare dall'imposta sul reddito gli accantonamenti destinati alla previdenza dei propri dipendenti. Entro un certo limite, la tassazione poteva così essere spostata dagli anni di lavoro alla fase della pensione. Questo permetteva al capitale di restare investito più a lungo e di crescere a favore della previdenza. Nel 1990 i risparmi accumulati nei piani 401(k) ammontavano già a 384 miliardi di dollari. Nel 1996 fu superata per la prima volta la soglia dei mille miliardi. Oggi il totale è intorno ai 10.000 miliardi.

In media, i risparmiatori americani investono in azioni 7 dollari su 10 dei loro piani 401(k). Tra gli under 40, la quota supera addirittura il 90%. I costi della previdenza aziendale sono mediamente inferiori all'1% annuo. Inoltre, quando si cambia datore di lavoro, i risparmi possono essere trasferiti senza difficoltà. Una regolamentazione semplice favorisce la concorrenza, e la concorrenza porta con sé un'ampia offerta di prodotti e costi contenuti. Gli importi versati con agevolazioni fiscali nella previdenza aziendale statunitense sono pari a molte volte quelli della previdenza aziendale in Germania.

USA: previdenza per la vecchiaia

Contributo alla pensione pubblica a carico del datore di lavoro: 6,2%

Contributo alla pensione pubblica a carico del lavoratore: 6,2%

Soglia massima di reddito soggetta a contribuzione: 137.700 dollari US

Pensione media nel 2022: 1.400 dollari US

Risparmio medio accumulato da un 75enne grazie ai piani 401(k), secondo rilevazioni della Fed: 462.610 dollari US; L'80% dei pensionati possiede un immobile

In breve: la Germania si è cullata in una falsa sicurezza affidandosi al proprio sistema pensionistico a ripartizione. Negli Stati Uniti, invece, la previdenza aziendale a capitalizzazione ha permesso di costruire un solido secondo pilastro.

– 4.1 –

DAL 1990: CRESCE LA PRESSIONE PER LE RIFORME, MA IN GERMANIA MANCA UNA TRASFORMAZIONE STRUTTURALE DURATURA

In Germania, la riunificazione del 1990 aggravò gli squilibri del patto tra generazioni: 3,6 milioni di persone furono integrate nel sistema pensionistico, mentre continuavano a pesare anche le generose norme sul prepensionamento. Se nel 1970 l'età media di pensionamento degli uomini per le pensioni di vecchiaia era ancora superiore ai 65 anni, nel 1990 era scesa sotto i 63 anni. Dopo il cosiddetto "calo della pillola anticoncezionale", il tasso di natalità è rimasto intorno a 1,5 figli per donna, mentre l'aspettativa di vita è aumentata.

Sempre meno giovani hanno dovuto – e devono tuttora – sostenere un numero crescente di anziani.

Con la riforma pensionistica del 1992 e l'Agenda 2010 vi furono brevi fasi di maggiore disciplina: furono introdotte soprattutto penalizzazioni per chi andava in pensione anticipata e vennero limitate le possibilità di prepensionamento. Il livello pensionistico scese dal 55% del 1990 a circa il 48% nel 2014. Nel 2007 fu deciso l'innalzamento graduale dell'età pensionabile a 67 anni entro il 2031.

Nel 2014, però, la politica tornò a una logica di ampliamento delle prestazioni con l'introduzione della "pensione a 63 anni" e della "pensione per le madri". In media, tra il 2015 e il 2025 le uscite della cassa pensionistica sono aumentate di circa il 3,5% all'anno. Il contributo fiscale dello Stato è cresciuto ancora di più, di circa il 3,7% annuo. Dal 2019 il livello pensionistico non può scendere sotto il 48%.

Pensione pubblica dal 1992

Obbligatoria, legata al reddito, finanziata a ripartizione e adeguata all'andamento dei salari

Contributo a carico del lavoratore: 8,85% del salario lordo

Contributo a carico del datore di lavoro: 8,85% del salario lordo

Tetto imponibile: 81.600 marchi tedeschi, a fronte di un reddito medio di 46.820 marchi

Sovvenzione federale: 24% della spesa dell'assicurazione pensionistica, pari a 58 miliardi di marchi

Tasso di sostituzione netto: 54–55%

Età pensionabile: 65 anni per donne e uomini

Aspettativa di vita: Uomini: 72 anni, Donne: 79 anni



– 4.2 –

**CRISI E RIORGANIZZAZIONE
SOSTENIBILE IN SVEZIA NEGLI
ANNI '90**

Negli anni '50, la pensione pubblica in Svezia arrivava appena a circa il 30% del salario medio. Impiegati e dipendenti pubblici, tuttavia, erano tutelati anche da forme di previdenza professionale integrativa. Per questo il sindacato dei lavoratori chiese l'introduzione di un sistema pensionistico supplementare pubblico per tutti i dipendenti. Quando, all'inizio degli anni '90, la Svezia si trovò ad affrontare una grave crisi economica, quel momento fu utilizzato per realizzare riforme incisive.

Oggi la pensione pubblica svedese offre una protezione di base contro la povertà in vecchiaia, indipendente dal reddito. A questa si aggiunge una componente legata al reddito, in parte finanziata tramite capitalizzazione. Non esiste un'età pensionabile fissa. L'età effettiva di uscita dal lavoro viene però considerata nel calcolo della pensione individuale: più a lungo si lavora, più alta sarà la pensione. Così, l'età di pensionamento è salita dai 62 anni del 1994 a circa 64,5 anni nel 2024. In Svezia, i 65enni ricevono in mediana una pensione pubblica lorda pari al 51% del reddito medio degli ultimi cinque anni prima del pensionamento, corretto per l'inflazione.

La previdenza aziendale, regolata dai contratti collettivi, è di fatto quasi obbligatoria per tutti i dipendenti. Ne deriva un tasso di copertura pari al 90% dei lavoratori dipendenti. Le azioni sono una componente stabile dei portafogli previdenziali. Grazie alla previdenza aziendale, il livello pensionistico aumenta di 28 punti percentuali, arrivando al 79%.

In breve: all'inizio degli anni '90, Germania e Svezia furono entrambe costrette a riformare i rispettivi sistemi pensionistici. La Germania, però, fece marcia indietro quando la situazione sembrò essersi temporaneamente rasserenata. La Svezia, invece, mantenne la rotta delle riforme.

– 5 –

**LO STATUS QUO
IN GERMANIA**

In Germania ci sono stati più volte tentativi di costruire un vero modello a tre pilastri, in cui la pensione pubblica rappresentasse solo una delle tre componenti della previdenza per la vecchiaia. Finora, però, questo obiettivo non è stato raggiunto. Oggi un pensionato medio ricava l'80% del proprio reddito dalla pensione pubblica. La previdenza aziendale e quella privata, entrambe basate sulla capitalizzazione, contribuiscono ciascuna solo per circa il 10% al reddito in età avanzata.

La politica sembra aver riconosciuto l'urgenza di intervenire. È stata istituita una commissione pensioni con il compito di esaminare la pensione pubblica e il livello complessivo di copertura previdenziale degli attuali e futuri pensionati. Si vuole inoltre accelerare la diffusione della previdenza aziendale tra i lavoratori. Il nuovo "deposito previdenziale" rappresenta invece il tentativo di rendere più attraente per tutti la previdenza privata, grazie a incentivi fiscali.

La Germania non è più un "leader tecnologico" nel campo della previdenza per la vecchiaia. Questo ha almeno un vantaggio: non dobbiamo reinventare la ruota. Oggi, all'estero, esistono ormai alcuni modelli a cui ispirarsi per nuove riforme.

Pensione obbligatoria 2026

Contributo a carico del datore di lavoro:

9,3% del salario lordo

Contributo a carico del lavoratore:

9,3% del salario lordo

Tetto imponibile: 101.400 euro, a fronte di una retribuzione media di 51.944 euro

Contributo statale: 27% della spesa dell'assicurazione pensionistica, pari a 127 miliardi di euro

Tasso di sostituzione netto: 48%

Età pensionabile: (fino al 2031) 67 anni per uomini e donne

Aspettativa di vita: Uomini: 79 anni, Donne: 84 anni

In breve: oggi la previdenza per la vecchiaia in Germania poggia in larga misura sull'assicurazione pensionistica pubblica. Questo sistema è sempre più in difficoltà nel garantire agli assicurati il mantenimento del proprio tenore di vita. Altri paesi hanno preparato meglio i loro sistemi all'invecchiamento della popolazione e hanno introdotto su larga scala elementi previdenziali a capitalizzazione.

In Germania ci sono stati più volte tentativi di costruire un vero modello a tre pilastri, in cui la pensione pubblica rappresentasse solo una delle tre componenti della previdenza per la vecchiaia. Finora, però, questo obiettivo non è stato raggiunto.

Il Dr. Sven Ebert è Senior Research Analyst presso il Flossbach von Storch Research Institute.

Errori nel sistema

di Philipp Vorndran

I tedeschi invecchiano sempre di più.
I giovani sono troppo pochi.
Un grosso problema per un sistema pensionistico a ripartizione.

Goderi la pensione senza preoccupazioni: per la maggior parte dei pensionati in Germania oggi è una realtà. Così prevedeva il cosiddetto “patto generazionale” una sorta di contratto mai firmato, che tuttavia appartiene all’inalienabile costrutto di valori della politica del dopoguerra in Germania.

Nel 1957, il sistema pensionistico fino ad allora a capitalizzazione è stato sostituito da un sistema a ripartizione. Da quel momento i lavoratori attivi, cioè i giovani, versano dei contributi alla cassa previdenziale obbligatoria per le pensioni degli anziani – e sperano che, a tempo debito, i loro figli faranno lo stesso. Un patto fra generazioni.

Con durata illimitata. Così funziona il sistema pensionistico anche in altri paesi dell’euro, come ad esempio in Spagna.

Il problema è che le società cambiano. Oggi nascono meno bambini che negli anni ‘50 e la popolazione sta rapidamente invecchiando. Il risultato è che nei paesi industrializzati, ci sono (in rapporto) molti più anziani e meno giovani di prima, ovvero più pensionati e meno contribuenti.

Il cosiddetto indice di dipendenza degli anziani misura i rapporti di forza tra i due gruppi e quindi,

non da ultimo, la solidità del sistema pensionistico a ripartizione. Secondo l’Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE), nel 1950 il tasso di dipendenza era pari a 16, ovvero ogni 100 persone in età lavorativa c’erano 16 persone in età pensionabile. Oggi questo indice è già a quota 37, più del doppio. Ancora più allarmanti sono le proiezioni per il 2060: in Germania si stima un indice intorno a 60, mentre in Spagna potrebbe sfiorare gli 80.

In queste condizioni, parlare di un sistema “solido” diventa difficile. Anche la Bundesbank, solitamente prudente nei toni, da anni mette in guardia

sui problemi crescenti della previdenza pubblica. Senza interventi strutturali, per esempio sull’età pensionabile, il sistema a ripartizione rischia di raggiungere presto i suoi limiti.

LA PENSIONE È SICURA ...

Quanto sia ingente tale pressione lo dimostrano già oggi le sovvenzioni federali, che anno dopo anno fluiscono nella cassa pensioni e che anno dopo anno continuano ad aumentare. Per il 2026 sono previsti 127,8 miliardi di euro finanziati con risorse fiscali: circa un terzo dell’intero bilancio federale (si veda il Grafico).

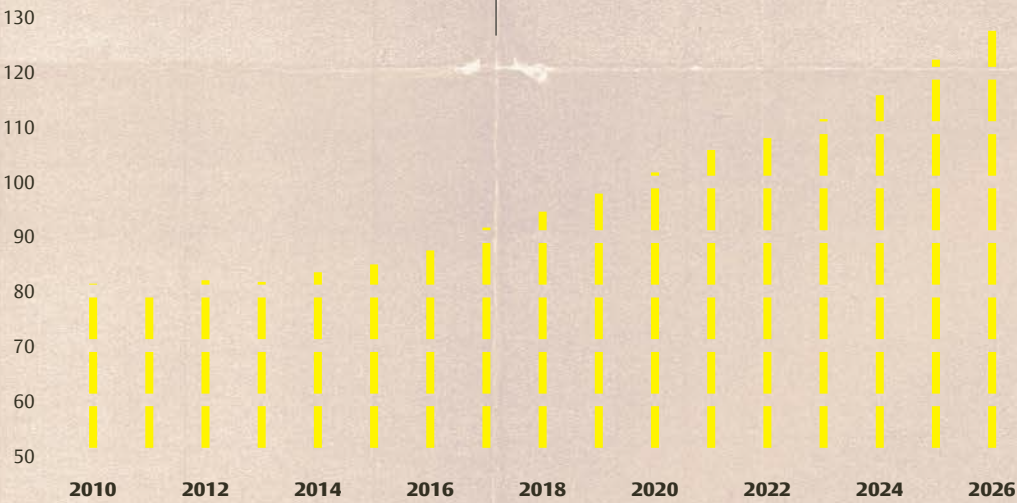


Grafico
Gli oneri aumentano ...
... e continuano ad aumentare per il bilancio federale tedesco (fondi federali destinati all’assicurazione pensionistica in miliardi di euro*)

* Stime relative agli anni 2025 e 2026.

Fonte: Ministero federale delle Finanze, Ente pensionistico tedesco, Flossbach von Storch, dati al 30 aprile 2026



Ma il vero banco di prova arriverà nei prossimi anni, quando andranno in pensione le generazioni più numerose, i cosiddetti “baby boomer” (nati tra il 1955 e il 1969 in Germania). Senza una riforma radicale, il sistema rischia il collasso.

L'argomento non è nuovo, né lo è la diffidenza degli assicurati. Già nel 1986 Norbert Blüm, all'epoca Ministro federale del Lavoro e degli Affari sociali, ritenne opportuno sottolineare in campagna elettorale che le pensioni erano sicure. Da allora, i vari governi hanno introdotto diverse riforme – o meglio, piccoli aggiustamenti. Nel 1992 e nel 2006, ad esempio, si è innalzata l'età pensionabile e si è ridotto il livello delle prestazioni. Si sono trovati qua e là degli espedienti, comunque insufficienti a risolvere il nocciolo del problema, cioè la debolezza intrinseca del sistema a ripartizione. Il cambiamento demografico è lento, ma implacabile.

A questo si aggiunge un altro elemento critico: nel tempo la cassa pensioni è diventata una sorta di “bancomat politico”. Negli ultimi decenni, a seconda della coalizione al governo, sono stati concessi benefici generosi a diversi gruppi elettorali, senza adeguate coperture contributive. Un esempio lampante, per quanto non isolato, è quello della cosiddetta “Mütterrente”, vale a dire l'estensione della remunerazione in materia pensionistica per i genitori che hanno dedicato parte della loro vita all'educazione dei figli. Come se la pressione demografica non bastasse, il sistema è stato più volte utilizzato per finanziare misure di consenso. E il conto, alla fine, ricade soprattutto sulle generazioni più giovani.

... OPPURE NO?

La Banca Federale tedesca stima che, in assenza di riforme strutturali, entro il 2070 il tasso di contribuzione potrebbe salire dall'attuale 18,6% ad un impressionante 31%. Una prospettiva poco incoraggiante per i contribuenti di oggi – e di domani. Perché, a differenza dei loro genitori, solo pochi potranno andare in pensione prima dei 69 anni. Il sogno di una pensione serena, fatta di viaggi e tempo libero, dovrà aspettare. O forse per molti, non arriverà affatto, per mancanza di tempo e di risorse.

Oggi, quasi nessuno crede più allo slogan secondo cui “la pensione è sicura”. E probabilmente lo stesso Blüm, se fosse ancora tra noi, eviterebbe simili promesse elettorali, impegnandosi piuttosto per tutelare gli interessi delle generazioni future.

Serve più che mai un dibattito onesto e senza sconti sulla sostenibilità del sistema pensionistico pubblico e sulle riforme necessarie. Guardare ad altri paesi europei può essere utile: la Svizzera o i Paesi Bassi, ad esempio, sembrano gestire la questione in modo più efficace.

Una cosa è certa: nessuna società può sopportare a lungo milioni di persone in condizioni di povertà in età avanzata.

Philipp Vorndran
è socio di Flossbach von Storch.

Il prezzo del benessere

di Philipp Immenkötter

Negli ultimi anni i prezzi degli asset patrimoniali sono aumentati rapidamente, molto più dei prezzi al consumo. Per molte famiglie, questo è un problema.

Che si tratti del supermercato o del distributore di benzina, negli ultimi tempi per molte persone il tema dominante è stato uno solo: i prezzi aumentano. Dopo la pandemia, per esempio, sono saliti sensibilmente i prezzi di molti alimenti, materiali da costruzione e servizi. Poi sono arrivati la guerra in Ucraina e in Iran, con le relative conseguenze anche per gli automobilisti. Quando aumentano i prezzi al consumo, l'inflazione si percepisce subito nella vita quotidiana, a ogni acquisto. Molti, però, prestano meno attenzione a un'altra forma di inflazione, meno visibile e meno discussa, ma potenzialmente molto più rilevante per la vita delle persone: l'inflazione dei prezzi patrimoniali.

I suoi effetti si manifestano spesso appieno solo in occasione di decisioni cruciali: quando si vuole acquistare una casa, investire un'eredità o pianificare la sicurezza finanziaria per la pensione. È allora che diventa evidente come anche in questi ambiti i prezzi siano aumentati, e molto più rapidamente rispetto ai beni di consumo. Lo mostra, per esempio, l'indice dei prezzi patrimoniali Flossbach von Storch per la Germania, calcolato sulla base dell'andamento ponderato dei prezzi dei beni reali e finanziari detenuti dalle famiglie tedesche.

L'aumento è notevole. Alla fine del 2025, l'inflazione dei prezzi patrimoniali in Germania era pari al 4,5% rispetto alla fine dell'anno precedente:



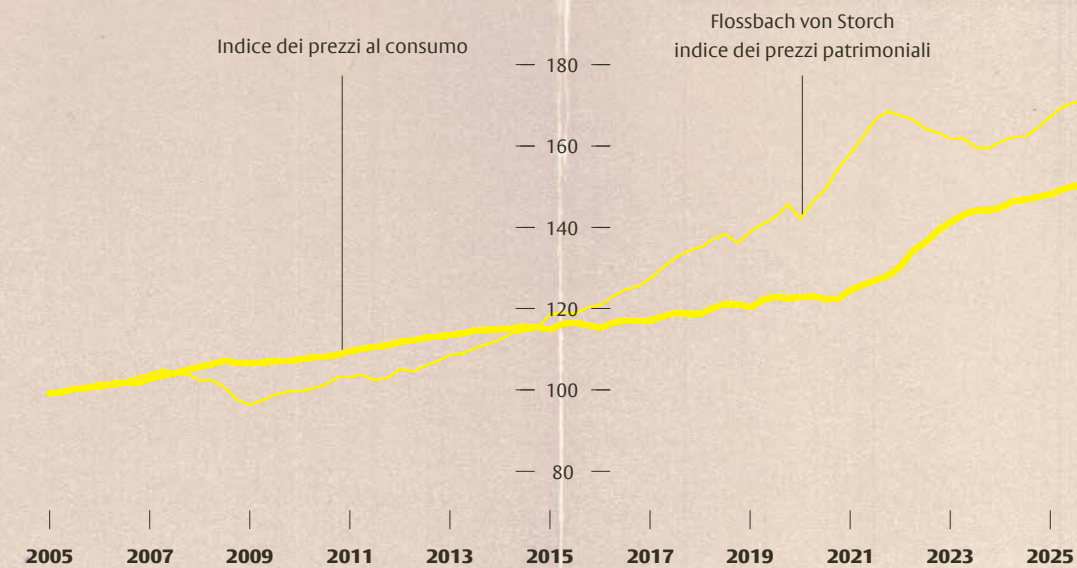


Grafico 1
Prezzi dei beni e dei servizi e indici dei prezzi al consumo

Fonte: Calcoli effettuati da Flossbach von Storch sulla base dei dati forniti da Art Market Research, BIZ, Bloomberg, BVI, Chrono24 ChronoPulse, Banca federale tedesca, destatis, GDV, HAGI, IWF, Liv-ex, LSEG, vdpResearch GmbH und Destatis, dati al marzo 2026

il doppio dell'inflazione al consumo, che nello stesso periodo si attestava al 2,2%. Costruire un patrimonio e risparmiare per la pensione è quindi diventato molto più costoso. Nel lungo periodo, la differenza emerge ancora più chiaramente. Negli ultimi vent'anni, i prezzi patrimoniali sono aumentati del 70%, mentre i prezzi al consumo sono saliti del 50% (si veda il Grafico 1). Per fare un confronto: nello stesso periodo i salari reali sono cresciuti soltanto del 15%.

È un'evoluzione che può alimentare tensioni sociali, se in Germania il divario tra le famiglie più benestanti e quelle con patrimoni più modesti continuerà ad ampliarsi. Per le famiglie con minori disponibilità patrimoniali diventa sempre più difficile recuperare terreno. Questo è parti-

colarmente evidente nel mercato immobiliare. Il nuovo rialzo dei prezzi allontana sempre di più, per molte famiglie della classe media, il sogno di possedere una casa.

Che cosa determina l'andamento dei prezzi patrimoniali in Germania?

Tre fattori incidono in modo decisivo sull'andamento dei prezzi patrimoniali: crescita economica, spesa pubblica e politica monetaria. Il principale canale di trasmissione, anche se non l'unico, è quello dei tassi d'interesse. Quando i tassi scendono, i prezzi degli asset tendono a salire, perché aumenta il valore attuale dei flussi di reddito futuri. Al contrario, quando i tassi salgono, i prezzi degli asset tendono a scendere.

- Il primo fattore è la crescita economica. Un'economia in espansione consente alle famiglie, grazie all'aumento dei redditi reali, di accrescere la domanda di beni reali e finanziari. Recessioni e redditi in calo, invece, limitano la capacità delle famiglie di investire in asset patrimoniali o le costringono persino a liquidare parte del proprio patrimonio. Fino al 2018, la crescita economica in Germania ha dato slancio ai prezzi patrimoniali. Da allora, però, la crescita è rimasta debole; attraverso questo canale, quindi, oggi i prezzi patrimoniali ricevono poco sostegno.
- Un secondo fattore dell'inflazione patrimoniale è la spesa pubblica, che può influenzare i prezzi degli asset attraverso due canali. Da un lato, tramite il canale dei tassi, la spesa pubblica può contribuire a far scendere i prezzi patrimoniali, perché la spesa finanziata a debito può spingere al rialzo i tassi d'interesse. Dall'altro lato, un aumento della spesa pubblica può avere effetti positivi sugli utili delle imprese. Se le aziende beneficiano di programmi di stimolo economico, possono salire i prezzi dei beni produttivi e delle partecipazioni societarie, a seconda di come vengono impiegate le risorse. I piani di ampliamento del debito pubblico nella primavera del 2025, per esempio, hanno contribuito a far salire i prezzi delle azioni delle società del settore della difesa. Questo effetto, tuttavia, è stato più che compensato dall'impatto generale sul mercato dei piani di nuovo indebitamento pubblico, che hanno provocato un aumento dei tassi d'interesse e quindi una pressione al ribasso sui prezzi delle azioni e degli asset produttivi.
- La terza e forse più importante spiegazione dell'andamento dei prezzi patrimoniali in

Germania riguarda la politica monetaria della Banca Centrale Europea (BCE). L'espansione della massa monetaria e i tagli dei tassi da parte della banca centrale creano infatti il terreno fertile per l'inflazione. Il denaro creato ex novo attraverso il credito o gli acquisti di obbligazioni confluisce inizialmente nei mercati immobiliari e obbligazionari, alimentando lì l'aumento dei prezzi. Solo in un secondo momento questa nuova liquidità raggiunge l'economia reale e il resto della società, facendo salire anche i prezzi al consumo: è il cosiddetto "effetto Cantillon". Allo stesso modo, con l'aumento del debito pubblico può crescere anche la pressione sulla BCE affinché acquisti titoli di Stato e riporti così i tassi verso il basso. In questo caso, l'effetto della politica monetaria sui prezzi patrimoniali può prevalere su quello della spesa pubblica. Tra giugno 2024 e giugno 2025, di fronte al rallentamento dell'inflazione al consumo, la BCE ha gradualmente ridotto i tassi di riferimento. Il calo dei tassi ha sostenuto i prezzi degli asset reali e finanziari, in particolare nel mercato immobiliare.

Resta poi la domanda su come siano investiti i patrimoni dei tedeschi. Il 76,6% della ricchezza è investito in beni reali. La quota principale è rappresentata dagli immobili, che costituiscono il 64,4% del patrimonio complessivo. Alla fine del quarto trimestre del 2025, secondo gli indici di prezzo di vdpResearch, i valori immobiliari risultavano aumentati del 3,6% rispetto all'anno precedente. La domanda di immobili dipende in misura significativa dal livello dei tassi sui mutui, dato che la maggior parte delle compravendite immobiliari viene finanziata tramite credito. Dopo il forte aumento registrato nel 2022, dal 2023 i tassi sui mutui si sono sostanzialmente mossi in laterale. La stabilizzazione dei tassi ipotecari ha rafforzato la domanda di immobili.



Dal lato dell'offerta, il mercato immobiliare continua invece a essere caratterizzato da una disponibilità limitata nelle grandi città tedesche, a cui si aggiungono costi di costruzione elevati e una scarsa attività di nuove edificazioni. Queste condizioni hanno fatto sì che i prezzi delle abitazioni in Germania continuassero a salire. In particolare, gli immobili plurifamiliari restano al centro dell'attenzione degli investitori e hanno registrato un rincaro superiore al 5,3% rispetto alla fine dell'anno precedente.

LE AZIONI FANNO IL LORO LAVORO

La ricchezza finanziaria dei tedeschi rappresenta in media il 23,8% del patrimonio complessivo. Una famiglia privata media investe soprattutto

in depositi a risparmio e conti correnti, pari al 10,6% del patrimonio, in azioni, pari al 6,4%, e in obbligazioni, pari al 5,8%. I depositi a risparmio e i conti correnti non subiscono variazioni di prezzo. La bassa quota azionaria, però, nell'ultimo anno si è rivelata poco vantaggiosa: mentre a fine 2025 i prezzi delle azioni detenute dalle famiglie private erano superiori del 10,6% rispetto all'anno precedente, il valore dei depositi (una parte consistente dei quali è parcheggiata sui conti correnti) è rimasto sostanzialmente stabile. Il patrimonio obbligazionario, invece, ha perso l'1,2% rispetto alla fine dell'anno precedente.

Nella formazione del patrimonio emergono anche differenze sociali. Le famiglie della classe medio-bassa hanno registrato un aumento di valore

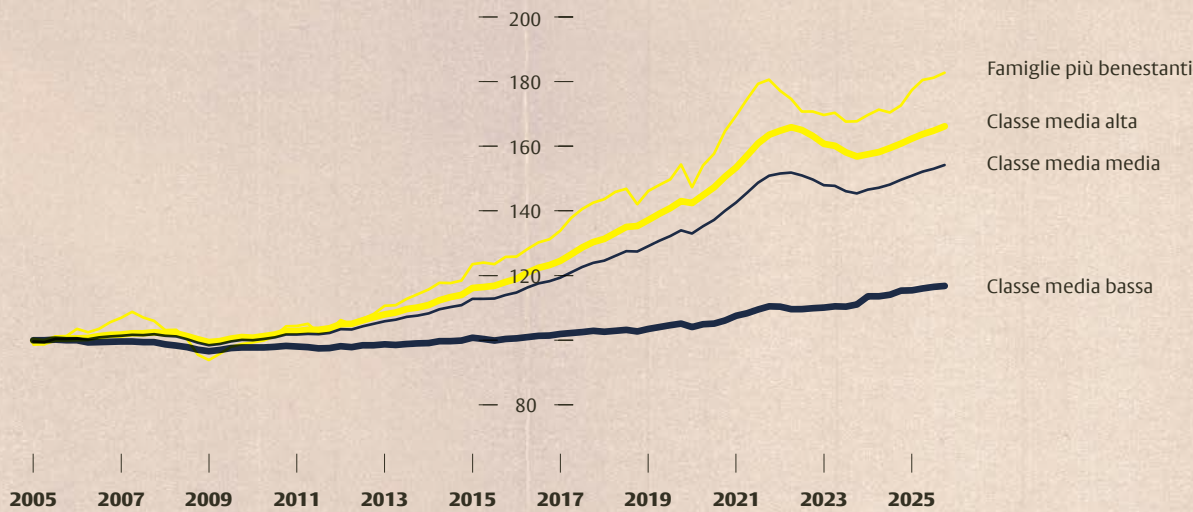


Grafico 2
Inflazione dei prezzi degli attivi in una sezione trasversale del patrimonio
Categorie di famiglie in base ai quantili del patrimonio netto. Il quantile patrimoniale delle famiglie meno abbienti non è stato preso in considerazione nell'analisi, poiché queste famiglie possiedono beni patrimoniali in misura molto limitata.

Fonte: Calcoli effettuati da Flossbach von Storch sulla base dei dati forniti da Art Market Research, BIZ, Bloomberg, BVI, Chrono24 ChronoPulse, Banca federale tedesca, Destatis, GDV, HAGI, IWF, Liv-ex, LSEG und vdpResearch GmbH, dati al marzo 2026

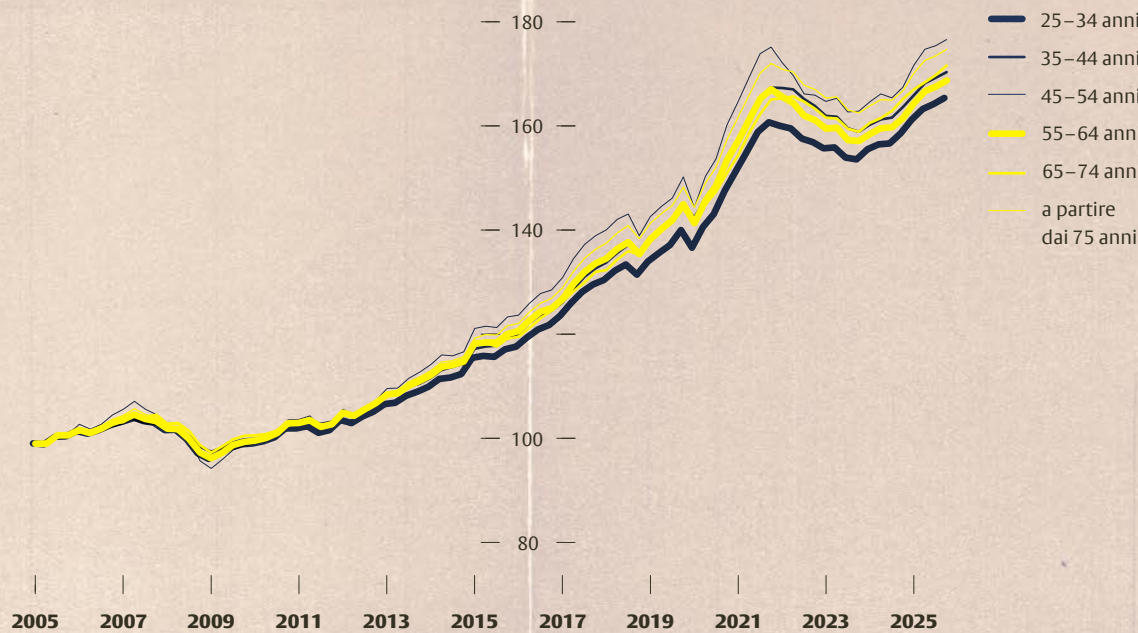


Grafico 3
Inflazione dei prezzi degli attivi per fasce d'età
Categorie di famiglie in base all'età della persona di riferimento

Fonte: Calcoli effettuati da Flossbach von Storch sulla base dei dati forniti da Art Market Research, BIZ, Bloomberg, BVI, Chrono24 ChronoPulse, Banca federale tedesca, Destatis, GDV, HAGI, IWF, Liv-ex, LSEG und vdpResearch GmbH, dati al marzo 2026

dell'1,3%, perché il loro patrimonio era investito prevalentemente in depositi a risparmio, conti correnti o beni di consumo durevoli. Le famiglie benestanti, invece, hanno beneficiato dell'ampia esposizione a immobili e beni produttivi, con un aumento del valore del loro patrimonio pari al 5,9% nel periodo considerato. Persino le famiglie della classe media e medio-alta, che possiedono immobili ma solo in misura limitata beni produttivi, hanno registrato incrementi più contenuti, rispettivamente del 3,0 e del 3,3% (si veda il Grafico 2).

Questa evoluzione mostra anche un altro aspetto: i giovani si troveranno davanti a sfide importanti. Nel lungo periodo, gli asset detenuti dai

25-34enni sono quelli che hanno registrato i minori aumenti di prezzo (si veda il Grafico 3). A differenza dei loro genitori e nonni, in genere i giovani non hanno beneficiato del rally degli ultimi anni. Ora, per acquistare una casa o costruire un portafoglio azionario, devono pagare prezzi più alti. Eppure, in futuro, la costruzione di un patrimonio privato diventerà probabilmente sempre più importante nella vita quotidiana dei giovani, che non hanno molte alternative, soprattutto alla luce delle difficoltà che attraversano il sistema pensionistico e quello sanitario del paese. ♦

Philipp Immenkötter è Senior Research Analyst presso il Flossbach von Storch Research Institute.

di Lars Conrad

Il movimento ha bisogno di un

OBIETTIVO

Il mercato obbligazionario si trova ad affrontare grandi sfide. Tenere i titoli fino a scadenza e incassare pazientemente le cedole non basta più. Oggi serve una strategia d'investimento attiva, globale e flessibile.

→

“Fixed income” – reddito fisso – come viene chiamata a livello internazionale la classe d'investimento delle obbligazioni, evoca stabilità. Un reddito prevedibile e senza rischi: chi non lo vorrebbe? Programmazione e prevedibilità restano punti di forza delle obbligazioni, ma la realtà degli ultimi anni racconta una storia più sfumata: shock inflazionistici, brusche inversioni dei tassi d'interesse, tensioni geopolitiche. A questo si aggiungono prezzi delle materie prime volatili e un livello di indebitamento globale strutturalmente in crescita. Sviluppi di questo tipo hanno cambiato profondamente le regole del gioco nel comparto obbligazionario.

Attualmente è la guerra in Iran a muovere i mercati. Un rapido aumento dei prezzi del petrolio può avere effetti significativi sull'economia – non da ultimo perché salgono i prezzi, non solo per il riscaldamento o il carburante. Tuttavia, affinché una nuova “crisi del petrolio” produca effetti duraturi su inflazione e tassi d'interesse dovrebbe protrarsi a lungo. Resta da vedere se la crisi durerà davvero sei mesi o più. Fare previsioni solide, in questo contesto, è difficile.

In un ambiente simile, il valore aggiunto dei bond non nasce da un approccio rigido basato sugli indici. Serve invece una strategia d'investimento robusta, che abbia dimostrato la propria efficacia negli anni – “nella buona sorte e nella cattiva sorte”. La base è un approccio pragmatico e imprenditoriale agli investimenti: convinzioni chiare, indipendenza e gestione attiva. Noi non consideriamo gli investimenti obbligazionari come Fixed Income, ma come Active Income e in otto punti abbiamo riassunto cosa questo significhi concretamente.

LA LIBERTÀ CREA OPPORTUNITÀ DI RENDIMENTO

I benchmark di riferimento, replicati da molti ETF, sono di scarso aiuto in questo contesto. La logica degli indici obbligazionari classici è semplice: chi ha più debito ottiene il peso maggiore. Per gli investitori questo significa una concentrazione implicita sui maggiori emittenti, indipendentemente dalla loro reale attrattività.

A tal proposito teniamo ben presente la regola d'oro del mondo commerciale: prezzo e qualità devono essere coerenti. Chi vuole avere successo nel mercato obbligazionario deve analizzare attentamente le valutazioni relative dei diversi segmenti di mercato e spostare l'esposizione tra settori e singole obbligazioni quando lo ritiene giustificato. In questo modo si possono evitare obbligazioni e settori sopravvalutati. La duration va calibrata in un dato momento in funzione del rapporto rischio-rendimento, così da sfruttarne appieno il potenziale, senza lasciarsi vincolare da parametri rigidi.

Per questo gestiamo i nostri portafogli obbligazionari senza riferimento a benchmark: che cosa significa?

- nessun orientamento strutturale agli indici.
- Nessun vincolo artificiale di ponderazione.
- Nessuna allocazione imposta.

Al centro c'è invece soltanto l'analisi economica del rapporto tra opportunità e rischio. Dove il rischio è adeguatamente remunerato? Dove non lo è? Dove nascono nuove opportunità? Questa libertà ci permette di gestire attivamente e in modo indipendente duration, qualità creditizia, regioni e premi al rischio, con un obiettivo chiaro: ottenere nel lungo periodo rendimenti interessanti corretti per il rischio e sfruttare i vantaggi offerti dalla asset class obbligazionaria.

INVESTIRE “ATTIVAMENTE” SIGNIFICA PRENDERE POSIZIONE – E SAPERLA CAMBIARE

Il mercato obbligazionario è caratterizzato da rapidi cambiamenti di sentiment e da improvvisi cambi di regime. Non succede solo durante crisi come quella del petrolio o del Covid. Le narrative di mercato nascono e scompaiono, spesso più velocemente del previsto, influenzate da nuovi dati sull'inflazione, segnali delle banche centrali o eventi geopolitici.

Per questo non ci consideriamo espressamente investitori “buy and hold”. Siamo “bond picker”. Cosa significa nella pratica? Nell'ottica di una gestione attiva, quando il rapporto rischio-opportunità è convincente, costruiamo posizioni con decisione. Quando invece le valutazioni appaiono tirate, riduciamo rapidamente i rischi. La priorità assoluta è mantenere sempre la capacità di agire. Per questo deteniamo una quota di liquidità strategica, così da poter intervenire anche nelle fasi di stress di mercato. Solo così è possibile sfruttare in modo mirato le inefficienze del mercato, che spesso nascondono opportunità. Il nostro obiettivo: non limitarci a reagire ai mercati, ma agire.

INVESTIMENTI GLOBALI: ESSERE DOVE IL RAPPORTO DI RISCHIO-RENDIMENTO È MIGLIORE

L'economia mondiale non procede in modo sincronizzato. Le banche centrali si trovano in fasi diverse del ciclo dei tassi, le dinamiche inflazionistiche divergono e i rischi politici variano da regione a regione. Proprio questa asincronia crea opportunità. Un approccio globale ci consente di sfruttare le differenze di valutazione tra le varie aree del mondo. Solo così è possibile cogliere opportunità che nelle strategie puramente regionali resterebbero inutilizzate.

Naturalmente, vanno sempre monitorati i possibili rischi. È fondamentale, ad esempio, gestire attivamente l'esposizione valutaria e il profilo di duration. Non puntiamo mai tutto su una sola carta. In un mondo sempre più indebitato, solo un'ampia diversificazione, una distribuzione ragionata dei possibili rischi, può offrire protezione. Un posizionamento globale non è quindi solo un motore di rendimento: è anche un fattore fondamentale di stabilità con rischi diversificati in modo consapevole.



Non a caso, non
facciamo previsioni
di breve periodo né
outlook annuali. Infatti,
crediamo che possano
essere non solo inutili,
ma persino dannosi per
il successo di lungo termine.

**LA FLESSIBILITÀ COME CHIAVE
PER LA SOLIDITÀ**

In definitiva, gestione attiva e flessibilità sono due facce della stessa medaglia. La flessibilità non riguarda solo l’allocazione, ma anche la scelta degli strumenti di investimento. A seconda del contesto di mercato, diversi strumenti possono offrire un valore aggiunto decisivo. Lo abbiamo visto di recente nel mercato obbligazionario, ad esempio con:

- ... obbligazioni indicizzate all’inflazione, che combinano protezione e opportunità
- ... futures, opzioni e swap sui tassi, cioè derivati: strumenti finanziari il cui valore dipende da un’attività sottostante, utili a gestire con precisione duration ed esposizione alla curva dei tassi.
- ... posizionamenti mirati lungo la struttura delle scadenze, dove si sono registrati movimenti significativi
- ... l’utilizzo selettivo di premi al rischio interessanti nei segmenti investment grade, ibrido o high yield (che a tratti sono scesi fino a minimi storici).

La cosa fondamentale è non perdere il quadro generale. Ci consideriamo investitori di lungo periodo, non speculatori di breve termine. Perciò non utilizziamo mai questi strumenti in modo dogmatico, bensì opportunistico, ma sempre con attenzione alla solidità complessiva del portafoglio.

**ANDARE
CONTROCORRENTE**

La base di una strategia obbligazionaria attiva è un comportamento consapevolmente anticiclico. Solo così è possibile mantenere in equilibrio opportunità e rischi. Quando gli spread di rischio si allargano molto in un determinato segmento e l’incertezza domina all’improvviso le decisioni di molti investitori, spesso si creano i livelli di ingresso più interessanti. Allo stesso modo, riduciamo l’esposizione quando le valutazioni appaiono troppo ambiziose o elevate.

Come funziona nella pratica? Due esempi del passato illustrano bene questo approccio.

Aprile 2025: il “Giorno della Liberazione” negli Stati Uniti. In conferenza stampa, Donald Trump ha annunciato nuovi dazi commerciali mostrando a favore di camera cartelli con tariffe molto elevate. Ne è seguita una profonda incertezza sui mercati. Durante l’escalation della guerra commerciale abbiamo mantenuto il portafoglio obbligazionario molto liquido, concentrandoci su emittenti di alta qualità. Quando gli spread si sono temporaneamente ampliati (anche di molto), abbiamo colto l’opportunità per incrementare in modo tattico l’esposizione alle obbligazioni corporate nella fascia bassa dell’investment grade e ad alcuni titoli high yield e ibridi selezionati. Successivamente abbiamo realizzato i profitti quando il mercato si è stabilizzato e gli spread sono tornati alla normalità.

Un altro episodio significativo si è verificato ancora prima. Dopo le crisi di Covid e Ucraina, l’inflazione e quindi i tassi di riferimento delle banche centrali sono saliti rapidamente. Nel quarto trimestre del 2023, dopo il calo dei rendimenti sul mercato, la Federal Reserve statunitense ha iniziato una svolta di politica monetaria, il cosiddetto “Fed Pivot”. Già prima del cambio di rotta di Jerome Powell avevamo aumentato la duration del portafoglio. Quando il presidente della Fed ha segnalato alla stampa il cambio di direzione, i prezzi delle obbligazioni sono saliti con forza nel rally di fine anno e il nostro portafoglio ne ha beneficiato in misura significativa.

I due esempi riflettono il nostro approccio a tutte le decisioni di investimento. Vogliamo essere preparati ai movimenti di mercato, agire con flessibilità e attuare le decisioni con disciplina.

**IL RENDIMENTO NON È CASUALE:
È IL RISULTATO DI UNA GESTIONE ATTIVA**

Il mercato dei tassi offre molte fonti di rendimento. Non si tratta solo delle cedole, cioè l’interesse annuale pagato

dall’emittente sul valore nominale dell’obbligazione. Le obbligazioni vengono scambiate ogni giorno su un mercato globale. La domanda si riflette nel prezzo di un titolo. In ultima analisi, tutto dipende da quanto un acquirente è disposto a pagare per un titolo in circolazione.

Il rendimento può derivare da diverse fonti, tra cui:

- livello dei tassi e duration
- premi per il rischio di credito
- contributi valutari
- Il posizionamento lungo la curva dei rendimenti, che riflette le diverse scadenze.
- premi di liquidità
- Le opportunità di relative value, che possono emergere quando sul mercato si registrano forti differenze di prezzo tra obbligazioni simili.

La gestione attiva consiste nel coordinare consapevolmente queste fonti di rendimento, invece di accettarle passivamente. Come in un buon concerto: solo quando tutti gli strumenti suonano insieme nasce un’opera d’arte in musica.

Per ogni decisione d’investimento valutiamo quindi in quali aree valutarie aumentare la duration e in quali scadenze investire, ma anche in quali segmenti di qualità creditizia raccogliere premi al rischio e quando ridurre il rischio e proteggere il capitale. Solo così il Fixed Income può trasformarsi in un portafoglio di rendimento dinamico.

**UN MONDO
IN CAMBIAMENTO**

Una strategia d’investimento deve dimostrare la propria validità in contesti di mercato diversi. Ecco perché, a nostro avviso, guardare ai risultati di pochi mesi non è utile. Non a caso, non facciamo previsioni di breve periodo né outlook annuali. Infatti, crediamo che possano essere non solo inutili, ma persino dannosi per il successo di lungo termine.

Nulla rimane immutato. Quello che i politici definiscono “svolta epocale” o “crisi del secolo” si ripete ciclicamente. Inflazione va e viene e tassi si alzano e si abbassano nel tempo. Negli ultimi anni, però, sono emerse alcune trasformazioni strutturali.

I mercati obbligazionari sono oggi molto più complessi e volatili rispetto a un decennio fa. L’inflazione non è più un rischio teorico, l’indebitamento dei paesi sviluppati cresce strutturalmente e i rischi geopolitici sono diventati permanenti.

In un contesto così dinamico, la passività diventa essa stessa un rischio. Per noi Active Income significa (in sintesi):

- indipendenza dai benchmark;
- diversificazione globale e attenzione alle opportunità che possono presentarsi a livello globale
- comportamento anticiclico;
- Un approccio coerente e flessibile orientato al rapporto rischio/rendimento.

Riteniamo che questo approccio attivo, globale e flessibile costituisca la base per portafogli robusti e rendimenti sostenibili. Perché Oggi, nel mercato obbligazionario, il rendimento non è più “fixed”. È il risultato di convinzioni chiare e decisioni attive.

In definitiva, l’obiettivo è ottenere nel tempo una performance soddisfacente in tutti gli scenari più probabili. Questo non significa individuare sempre lo scenario giusto. Anzi: il desiderio di essere sempre positivi nel breve periodo è spesso il principale ostacolo per raggiungere una performance davvero eccellente nel lungo termine. ♦

Lars Conrad è Portfolio Director Fixed Income in Flossbach von Storch.

Glossario

Breve spiegazione dei termini tecnici

Asset class – I prodotti finanziari con caratteristiche simili possono essere raggruppati in diverse categorie. Le classiche asset class sono, ad esempio, le azioni, le obbligazioni, gli immobili o i metalli preziosi.

Azione – L'azione è un titolo il cui possessore diviene comproprietario della società per azioni che lo emette. Acquistando l'azione, l'azionista acquista una quota del capitale sociale dell'impresa.

Diversificazione – Ripartizione del patrimonio in diverse classi di attivi, singoli titoli, regioni, settori e aree monetarie allo scopo di ridurre i potenziali rischi individuali legati agli investimenti attraverso un'ampia diversificazione.

Indice azionario – Un indice azionario è un indicatore dell'andamento medio dei prezzi del paniere azionario di un paese, di una regione o anche di singoli settori e replica il livello dei prezzi delle azioni selezionate.

Indice MSCI World – Indice azionario rappresentativo dell'andamento sulle Borse dei paesi industrializzati. È composto da circa 1600 azioni di 23 paesi.

Indice Nikkei 225 – Il Nikkei 225 è l'indice di riferimento del mercato azionario giapponese. Traccia la performance delle 225 maggiori società quotate in borsa del Giappone. Il Nikkei 225 è un indice azionario ponderato per il prezzo.

Inflazione – Aumento generalizzato dei prezzi dei beni che si riflette in una perdita del potere d'acquisto della moneta.

Liquidità – La liquidità significa la "vicinanza al denaro" dalle attività, cioè il loro potenziale di generare afflusso di fondi a breve termine. C'è da distinguere tra liquidità di attività finanziarie e liquidità di mercato. Questo è il caso quando la differenza tra il prezzo di offerta e domanda è bassa e possono essere scambiati anche volumi maggiori senza influenzare sostanzialmente il prezzo di mercato.

Obbligazione (Bond) – Titolo con il quale l'emittente può assumere un prestito sul mercato dei capitali. Le obbligazioni sono chiamate anche "bond", possono essere espresse in diverse valute e avere scadenze e tassi d'interesse diversi.

Portafoglio – Le consistenze di titoli in un deposito.

Prodotto interno lordo (PIL) – Valore di tutti i beni e i servizi prodotti in un'economia nazionale in un periodo di tempo.

S&P 500 – Indice azionario rappresentativo dell'andamento del mercato azionario statunitense nel complesso; è costituito dalle 500 maggiori società USA quotate in borsa.

AVVERTENZE LEGALI

Messaggio pubblicitario con finalità promozionale.

Eventuali commenti e analisi riportati nel presente documento riflettono le opinioni di Flossbach von Storch al momento della pubblicazione e possono variare in qualunque momento senza preavviso. I dati relativi a dichiarazioni riferite al futuro rispecchiano la prospettiva e le aspettative future di Flossbach von Storch. Tuttavia, i rendimenti attuali e i risultati potrebbero differire sensibilmente dalle previsioni. Sebbene il presente documento sia stato redatto con la massima cura e attenzione, Flossbach von Storch non offre alcuna garanzia in merito ai suoi contenuti e la relativa completezza e declina ogni responsabilità per eventuali perdite che dovessero derivare dal suo utilizzo. Il valore di ogni investimento può diminuire o aumentare e l'investitore può subire una perdita totale dell'importo investito.

Il presente documento non costituisce, né deve esser interpretato come, offerta o raccomandazione alla sottoscrizione o alla vendita di strumenti finanziari. Le informazioni ivi contenute non rappresentano una consulenza di investimento né una raccomandazione di altra natura.

In particolare, tali informazioni non sostituiscono una consulenza qualificata orientata all'investitore o al prodotto. Le dichiarazioni riferite a questioni fiscali o legali non sostituiscono la consulenza professionale ad opera di assistenti legali o tributari.

Il presente documento non è destinato a persone cui sia vietato l'accesso alle informazioni ivi contenute ai sensi della legislazione vigente a causa della rispettiva nazionalità, residenza o di qualsivoglia altra circostanza.

Tutti i diritti d'autore e ogni altro diritto, i titoli e le rivendicazioni (inclusi copyright, marchi, brevetti, diritti di proprietà intellettuale e altri diritti) inerenti e derivanti da tutte le informazioni del presente documento sono soggetti senza riserva alle disposizioni vigenti e ai diritti di proprietà del rispettivo proprietario registrato. L'utente non acquisisce alcun diritto ai relativi contenuti. Flossbach von Storch rimane titolare esclusivo del copyright sui contenuti pubblicati e redatti internamente dalla medesima. Non è consentito riprodurre o utilizzare tali contenuti, in toto o in parte, senza il consenso scritto di Flossbach von Storch.

I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

© 2026 Flossbach von Storch. Tutti i diritti riservati.

COLOPHON

Editore:
Flossbach von Storch Invest S.A.
2, rue Jean Monnet, 2180 Lussemburgo, Lussemburgo
Telefono +352.275.607-0, Fax +352.275.607-39
info@fvsinvest.lu, www.fvsinvest.lu

Consiglio di Amministrazione:
Christoph Adamy, Markus Breidbach, Markus Müller

Partita IVA: LU25691460
Registre de Commerce: Lussemburgo No B 171513
Autorità di controllo competente: Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), Lussemburgo
283 Route d'Arlon, 1150 Lussemburgo, Lussemburgo

Chiusura redazionale: 6 maggio 2026

IT 112 0526 XXXX IT

La riproduzione del presente documento, come pure la pubblica divulgazione – in particolare tramite inclusione in siti Web esterni – e la duplicazione su supporti dati di qualunque tipo sono soggette al preventivo consenso scritto di Flossbach von Storch.

Redazione:
Lars Conrad, Sven Ebert, Jens Hagen, Philipp Immenkötter, Dörte Jochims, Shenwei Li, Julian Marx, Christian Panster, Kurt von Storch, Philipp Vorndran

Design: Carolin Euskirchen i Heller & C
Stampa: TheissenKopp GmbH

FOTOGRAFIE

Diritti d'autore: © Carolin Euskirchen, collage (pag. 5 in alto); © Sergieiev, Iurii Kuzo, Getty Images (pag. 5 centrale); © franckreporter, Getty Images (pag. 5 in basso); © Carolin Euskirchen, collage (pagg. 6–17); © Sergieiev, Getty Images (pag. 18) © Jinhe Li (pag. 22); © Simon Herrmann, Getty Images (pagg. 24–43); © franckreporter, Getty Images (pagg. 44–47); © Marc Comes, CHB-P (retro)

Contatto locale
Flossbach von Storch Invest S.A.
Succursale Italiana
Via Gerolamo Morone, 8
20121 Milano
www.flossbachvonstorch.it



Flossbach von Storch