TICHYS EINBLICK

AUSGABE 04/2025 STANDPUNKTE ZU POLITIK, WIRTSCHAFT & KULTUR 11,90 EURO

Numero di Novembre 2026

Danza sul vulcano del debito

SPESE PUBBLICHE INCONTROLLATE - Gli interessi trasformano l'indebitamento in un ordigno esplosivo che minaccia di far a pezzi i bilanci pubblici. Il debito straordinario diventa la norma. Per gli investitori privati, in questo mondo difficile, la domanda è: come posso ridurre al minimo i miei rischi?



DI ALEXANDER WENDT

Al più tardi quest'autunno, tutti ne prenderanno atto nero su bianco: l'era del denaro della banca centrale ancora relativamente a basso costo sta volgendo al termine. E non tornerà tanto presto. Forse non tornerà mai più. Il 16 settembre, la Federal Reserve statunitense, sotto la guida del suo nuovo presidente Kevin Warsh, ha aumentato il tasso di riferimento per la prima volta dal 2023. Il tasso è aumentato di 25 punti base, attestandosi in un intervallo compreso tra il 3,75 e il 4,0 per cento. Entro la fine dell'anno dovrebbe aggiungersi un ulteriore aumento di un quarto di punto percentuale. La settimana precedente, già la BCE aveva intrapreso un percorso di aumento dei tassi, passando dal 2,25 al 2,50 per cento. Persino in Giappone, paese notoriamente caratterizzato da tassi di interesse bassi, la banca centrale ha innalzato il tasso di riferimento all'1,25 per cento. Si tratta del livello più alto degli ultimi 31 anni. Per un paese in cui molti non conoscono altro che tassi di interesse vicini allo zero, questa inversione di rotta appare a dir poco sensazionale. Normalmente le banche centrali aumentano i tassi quando l'economia rischia di surriscaldarsi. Ma non si può certo parlare di questo nel Giappone in fase di stagnazione e nell'area dell'euro caratterizzata da una crescita debole.

Anche gli Stati Uniti registrano tassi di crescita modesti. E su un secondo punto la realtà non segue più le vecchie regole di politica finanziaria: se i costi del debito aumentano, in passato ciò frenava la tendenza della politica a comprarsi il favore degli elettori a credito. La realtà del 2026 si presenta così: i tassi d'interesse aumentano nonostante la comprovata debolezza congiunturale – e il debito pubblico sta

letteralmente esplodendo, sia negli Stati Uniti, sia nei principali paesi dell'eurozona, sia in Giappone. Ciò che sembra paradossale segue una nuova logica. Innanzitutto: perché la vecchia politica dei tassi zero, che l'allora presidente della BCE Mario Draghi ha a lungo attuato in Europa, di pari passo con la Fed e la Banca del Giappone, non funziona più? Qualche anno fa gli investitori accettavano persino tassi negativi sui titoli di Stato tedeschi pur di mettere al sicuro il proprio denaro. La risposta è: perché oggi le obbligazioni, anche quelle dei grandi blocchi monetari, non sono più considerate un bene rifugio.

Il debito pubblico degli Stati Uniti ha recentemente superato la soglia, ormai difficilmente immaginabile, dei 40 bilioni di dollari, mentre la Francia, afflitta dal debito, ha dovuto subire già nel 2025 il declassamento del proprio rating da «AA-» ad «A+». Nessun osservatore di mercato scommetterebbe sul fatto che nei prossimi anni il Paese riesca a mantenere il rating «A».

In Giappone, la nuova prima ministra Sanae Takaichi sta cercando di rilanciare l'economia in stallo con un programma finanziato dal credito – e questo nonostante un debito pubblico pari al 235 per cento del prodotto interno lordo. In questo modo, il Paese dell'Estremo Oriente supera di gran lunga persino gli Stati Uniti.

Oggi gli Stati devono corteggiare gli investitori con molto maggiore impegno rispetto a quei tempi in cui i grandi fondi e le banche cercavano ancora disperatamente opportunità di investimento – e, in mancanza di valide alternative, spesso optavano per i titoli di Stato, sicuri ma a basso rendimento. Oggi un nuovo, gigantesco settore di attività attira capitali da tutto il mondo: l'intelligenza artificiale (IA) con tutte le sue fasi di creazione di valore, dai chip altamente specializzati ai data center, fino ai programmi di sintesi vocale. A fine settembre il «Wall Street Journal» ha definito l'IA «la più grande scommessa economica nella storia degli Stati Uniti», corroborando la tesi con dati concreti: secondo i calcoli del quotidiano, la costruzione della rete ferroviaria tra il 1870 e il 1890 costò circa il 2,4% del prodotto interno lordo (PIL) statunitense dell'epoca, mentre l'ampliamento della rete autostradale dal 1956 al 1973 appena l'1,13%; mentre la rete nazionale di telecomunicazioni e dati ha richiesto, tra il 1996 e il 2005, investimenti pari all'1,1 per cento del prodotto interno lordo. Lo sviluppo dell'IA, invece, secondo il «Wall Street Journal», richiederà in soli otto anni, dal 2025 al 2032, un capitale corrispondente al 3,63 per cento della forza economica nazionale. I privati competono con gli Stati: secondo le previsioni del quotidiano, solo nei data center costruiti entro il 2032 confluiranno circa dieci trilioni di dollari. Diverse società di piattaforme e gestori di data center hanno inoltre annunciato di voler coprire autonomamente l'enorme fabbisogno energetico di questa nuova industria ricorrendo a piccole centrali nucleari modulari. Anche questi investimenti costano miliardi, finanziati tramite il mercato creditizio.

Le banche centrali devono quindi aumentare i propri tassi d'interesse per non compromettere la fiducia nelle proprie valute, alla luce dell'enorme montagna di debiti. E gli Stati devono aumentare i tassi d'interesse a lungo termine per mantenere attraente l'acquisto di titoli di Stato per gli investitori, che potrebbero altrimenti optare per obbligazioni societarie e azioni. Se il presidente degli Stati Uniti Donald Trump ritiene che i tassi d'interesse sul dollaro dovrebbero in realtà attestarsi all'1 per cento, resta da vedere se ne sia realmente convinto o se stia semplicemente descrivendo un mondo ideale. Per le obbligazioni con scadenza quinquennale, il ministro delle Finanze statunitense ha dovuto offrire, nell'ultima asta di settembre, un tasso d'interesse superiore al 5 per cento. Ciononostante, la domanda da parte degli investitori è rimasta scarsa.

Cosa comporta questo andamento per i risparmiatori? A prima vista, tassi di interesse più elevati sembrano una buona notizia. Tuttavia, poiché il tasso di inflazione in Germania è balzato al 3,3% alla fine di settembre, al netto dell'imposta di liberazione, su un quarto del rendimento non rimane praticamente

alcun tasso di interesse reale. Nel medio-lungo termine, la crescita incontrollata del debito nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e in Giappone mina la fiducia nell'euro, nel dollaro e nello yen. Ciò spinge molti piccoli investitori a rivolgere lo sguardo al classico bene rifugio: l'oro. A favore di questa forma di protezione vi sono infatti molti elementi, soprattutto se si considera il quadro generale.

Infatti, il debito ormai non minaccia più solo le valute, ma la stabilità degli stessi Stati, che devono destinare una quota sempre maggiore del proprio gettito fiscale al pagamento degli interessi. Per mantenere le restanti spese almeno allo stesso livello o addirittura aumentarle, rimangono solo due strade: aumentare le tasse o accrescere ulteriormente il debito; nel peggiore dei casi, entrambe le cose.

Tasse e debito in aumento

Questa dinamica sta trascinando l'Europa sempre più in profondità nella crisi, in primo luogo la Francia. Lì il debito ammonta ormai al 118 per cento del prodotto interno lordo e nel 2028 raggiungerà almeno il 121 per cento. Appena 20 anni fa, nel 2006, si attestava ancora a un moderato 65,4 per cento. All'epoca tutti lo consideravano gestibile. L'esempio della Francia mostra come i costi della frenesia del debito esplodano con l'aumento dei tassi d'interesse: nel 2024 il Paese pagava ancora 58 miliardi di euro di interessi, mentre nel 2026 il servizio del debito ne assorbirà già ben 74 miliardi. Il tasso di riferimento della BCE rappresenta solo un punto di partenza per il ministro delle Finanze di Parigi. Infatti, per mantenere l'interesse dei propri finanziatori, la Francia deve offrire un premio di rischio considerevole. I tassi di interesse su un titolo di Stato francese a dieci anni si attestano quindi al 3,9 per cento. Questi tassi specifici per paese sono destinati ad aumentare quanto più instabile si rivelerà la situazione fiscale e politica. Che si tratti dell'Europa, degli Stati Uniti con il loro debito pubblico di 40 trilioni di dollari, che cresce di sette miliardi di dollari al giorno, o del Giappone – nessuno si aspetta più seriamente un'inversione di tendenza, ma solo una curva del debito sempre più ripida.

Cosa comporta per la Germania la combinazione di tassi d'interesse in aumento, debito in crescita e servizio del debito alle stelle? In linea di principio, la stessa cosa che per gli altri Paesi. Per la Repubblica Federale, tuttavia, si aggiunge un ulteriore problema che dovrebbe aggravare in modo significativo la crisi nei prossimi anni: sebbene lo Stato stia spendendo come mai prima d'ora, la crescita rimane debole. Uno sguardo ai dati tedeschi mostra che, nonostante i 500 miliardi di euro di debito straordinario – che in un certo senso fanno parte del bilancio di apertura del governo Merz/Klingbeil – il ministro delle Finanze prevede di contrarre altri 972 miliardi di euro di nuovo debito dal 2026 al 2030. Questo governo federale sta quindi contraendo, complessivamente, tanto credito quanto tutti i governi precedenti messi insieme.

Ciò che ciò comporta, in un contesto di spesa per interessi in aumento, si evince dal rapporto «imposte-interessi», che indica quale quota del gettito fiscale viene destinata al servizio del debito. Nel 2025 tale rapporto era ancora pari al 7,7 per cento. Nel 2030, secondo i calcoli dell'IW di Colonia, raggiungerà il 18,1 per cento. Quasi un euro su cinque delle entrate fiscali sarà quindi destinato al pagamento degli interessi, mentre il rimborso del capitale non avverrà più. Il solo onere degli interessi a carico dello Stato federale ammonterà nel 2030 a 81 miliardi di euro all'anno.

La Germania, sostengono i difensori di questa economia basata sul credito, sarebbe ancora moderatamente indebitata rispetto ad altri paesi industrializzati. Il tasso di indebitamento esplicito, ovvero al netto dei diritti maturati nei confronti dell'assicurazione pensionistica obbligatoria, ammonta attualmente al 65,2 per cento del prodotto interno lordo – e quindi è di gran lunga inferiore ai tassi registrati da Francia, Italia, Stati Uniti e Giappone. Tale quota corrisponde tuttavia quasi esattamente a quella della Francia di 20 anni fa. La

Germania, almeno dall'insediamento del governo di Merz, sta seguendo lo stesso percorso di indebitamento del vicino a sinistra del Reno.

I consumi aumentano, gli investimenti diminuiscono Il solo peso del debito non dice tutto sulla situazione. Occorre considerare anche altri dati. Nonostante la marea di miliardi provenienti dal tesoro pubblico, ad esempio, il tasso di investimento nel bilancio di base della Federazione, ovvero escluso il «fondo speciale», scenderà dal 9,3 al 7,7 per cento tra il 2026 e il 2030. Ciò non può che destare preoccupazione, poiché dimostra che il debito straordinario si sta disperdendo in ogni possibile settore. Un aumento del debito di tali dimensioni sarebbe tuttavia giustificabile solo se fosse accompagnato da una crescita economica straordinaria. Ma non si può certo parlare di questo. Diversi istituti hanno recentemente rivisto al rialzo le proprie previsioni per il 2026, ma queste oscillano semplicemente tra l'1,2% e l'1,4%. In tali cifre è incluso anche l'effetto del forte aumento delle spese per la difesa, che si riflette nelle statistiche ma non genera una crescita reale. A luglio la produzione industriale è risultata inferiore dell'1,6 per cento rispetto allo stesso mese dell'anno precedente, mentre il numero dei fallimenti continua a mantenersi su livelli elevati: nel primo semestre del 2026 hanno cessato l'attività 12.900 imprese, con un aumento del 7,8 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente e quindi il livello più alto degli ultimi 13 anni.

A ciò si aggiungono un esodo ininterrotto di imprese, chiusure di stabilimenti e tagli di posti di lavoro. Gli esempi più recenti sono preoccupanti: l'azienda farmaceutica britannica GlaxoSmithKline intende trasferire la propria produzione di Dresda in Canada, a causa degli elevati costi energetici tedeschi. Il fornitore automobilistico Bosch dimezzerà entro il 2029 il numero di posti di lavoro nel proprio stabilimento di Norimberga, portandolo dagli attuali 1.800 a 800. L'azienda farmaceutica Biontech chiuderà i propri stabilimenti a Tubinga, Marburgo e Idar-Oberstein. Non è ancora stato definito con certezza quale sarà l'entità definitiva dei tagli presso la Volkswagen. Una cosa è certa: sarà molto doloroso.

È prevedibile che in questo Paese accada quanto già avvenuto negli Stati Uniti e in Francia: i debiti ne generano di ancora maggiori, e ogni punto percentuale dei tassi d'interesse alimenta ulteriormente questa dinamica. La grande differenza tra gli Stati Uniti, estremamente indebitati, e paesi come la Francia, l'Italia e ora anche la Germania risiede tuttavia, da un lato, nel fatto che gli Stati Uniti, pur non registrando una forte crescita economica, presentano comunque quest'anno un tasso compreso tra il 2 e il 2,5 per cento, leggermente superiore a quello della Germania. Dall'altro lato, gli Stati Uniti possono indebitarsi nella valuta di riserva numero uno. Questa possibilità manca in generale agli europei.

Molti economisti si chiedono ormai per quanto tempo ancora questo sovraindebitamento globale a ritmo accelerato possa continuare senza conseguenze negative. Si tratta di un sistema che si autoalimenta, simile a una valanga. Questo sviluppo trascina con sé senza pietà la Germania, che per lungo tempo si è considerata un'eccezione. Del mandato di Friedrich Merz come Cancelliere, all'autunno del 2026, rimarrà nei libri di storia questo unico punto: con lui, la Repubblica Federale è entrata a far parte del ristretto club dei Paesi che danzano sul vulcano.

Decisioni di investimento delicate

Per l'investitore, questo scenario non si riduce più (solo) alla questione di dove ottenere il miglior rendimento per il proprio patrimonio, ma piuttosto a come gestire la calante capacità degli Stati di sostenere il proprio debito. Dopo il picco raggiunto nel 2025, il prezzo dell'oro ha subito una flessione, ma i semplici dati di base relativi al debito che si autoalimenta dovrebbero spingere nuovamente al rialzo il prezzo del metallo prezioso nel medio termine. Gli analisti della banca d'investimento JP Morgan ritengono del tutto probabile che nel 2027 il prezzo per oncia superi i 6.000 dollari. Sul mercato azionario, i titoli

europei rimangono attraenti rispetto alle azioni statunitensi, le cui valutazioni sono particolarmente elevate, soprattutto nel settore tecnologico.

In quel contesto, i prezzi riflettono la scommessa sull'intelligenza artificiale, sopra descritta, relativa a nuovi prodotti e modelli di business. Chi ha investito tempestivamente in società come Nvidia e Palantir ha potuto registrare aumenti di quotazione superiori al 1.000 per cento. Ora, tuttavia, resta da vedere se le aziende manterranno le promesse insite nella valutazione delle loro azioni. Ray Dalio, investitore statunitense di culto, aveva già messo in guardia a settembre da un crollo del mercato azionario. Se la bolla tecnologica in borsa dovesse sgonfiarsi, ciò comporterebbe certamente uno sconvolgimento enorme – ma anche una correzione di mercato da manuale. Chi si copre con l'oro e si attiene ad azioni con valutazioni piuttosto basse e una solida storia di dividendi, otterrà i migliori risultati in questo periodo.