



MEDIOBANCA
PRIVATE BANKING

I con Zero

La seconda generazione

La vita lunga e larga e i tassi di interesse



I con Zero

La seconda generazione

N.49 - LUGLIO 2026

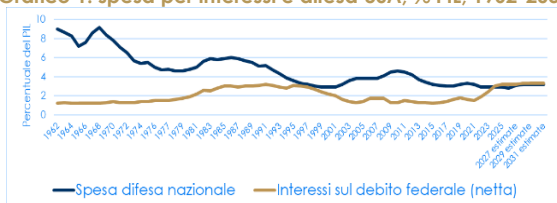
La vita lunga e larga e i tassi di interesse

Molti studiano come allungare la vita, quando in realtà bisognerebbe allargarla!¹ (Luciano De Crescenzo)

È un vero peccato dover accostare al nome di Luciano De Crescenzo due date. La sua ironia e la sua arguzia partenopea potrebbero essere di aiuto per interpretare (o anche solo affrontare) le complessità di oggi. È anche vero che quell'arguzia e ironia, figlie degli anni Settanta-Ottanta del secolo scorso, oggi risulterebbero meno calzanti. Poi alcune cose sono effettivamente accadute. Per restare al tema dell'aforisma citato in apertura dell'elettrauto-filosofo Tonino Capone, nel 1983 ritenuto "l'unico intellettuale italiano in grado di regolare le puntine platinizzate di uno spinterogeno", la vita si è allungata e si è anche allargata, come si vedrà.

Il costo del debito è un tema di bruciante attualità. L'aumento dell'inflazione del 2021 ha spinto i rendimenti dei titoli di Stato di molti Paesi verso l'alto, dopo anni di livelli prossimi allo zero o addirittura negativi. Ciò, a cascata, ha prodotto riflessi sul costo del debito per le aziende. La quantità di debito in circolazione a livello globale, soprattutto pubblico, ma in molti casi anche privato, è aumentata parecchio negli ultimi anni ed è plausibile ritenere che possa aumentare ancora, in termini assoluti e in rapporto al PIL. Normale, dunque, che l'attenzione

Grafico 1: spesa per interessi e difesa USA, % PIL, 1962-2031



dedicata ai rendimenti obbligazionari sia alta. Contribuiscono a definire il costo del capitale, e di conseguenza il valore teorico, per la maggior parte delle attività e sono un elemento-chiave per valutare la sostenibilità² futura del debito pubblico. Per capire quanto la dinamica del debito e del suo costo sia rilevante, basta pensare che dal 2024 gli Stati Uniti hanno cominciato a spendere in interessi sul proprio debito pubblico più di quanto spendano per la difesa³.

Il costo del debito: quando la teoria economica può incontrare la realtà.

Nel grande insieme delle teorie economiche, e in quello, ancora più vasto, delle ipotesi su come alcune variabili economiche (e non) possano essere in relazione tra loro, se ne trova una, piuttosto longeva e ragionevole, che collega il costo del debito a lunga scadenza, per esempio il rendimento sui titoli di Stato a 10 anni (a cui spesso ci si può riferire come al "tasso di interesse a 10 anni"), al potenziale di crescita del PIL di un Paese.

Quest'ultimo, a sua volta, si può approssimare con la somma dei tassi di crescita della popolazione in età da lavoro e della produttività⁴. I grafici 2 e 3 mostrano come, in USA e Germania, questa ipotesi di relazione sia stata valida negli ultimi decenni. La correlazione tra l'andamento dei rendimenti governativi a 10 anni nei due Paesi osservati e la crescita della popolazione, in particolare quella cosiddetta *prime working age*, tra i 25 e i 49 anni, è buona⁵. Oltre a mostrare i dati storici degli ultimi 35 o 45 anni (dipende dalle serie storiche: per la Germania si considera il periodo dopo la riunificazione), i grafici indicano anche le proiezioni demografiche per i prossimi 30 anni e la loro traiettoria modificata da ipotesi sull'andamento della produttività del lavoro, per dare un'idea della crescita potenziale basata solo su una fascia ristretta, ma potenzialmente la più attiva, della popolazione.

Grafico 2: USA, tassi a 10 anni, variazione popolazione 25-49 e andamento produttività, 1980-2025 (proiezioni al 2055)

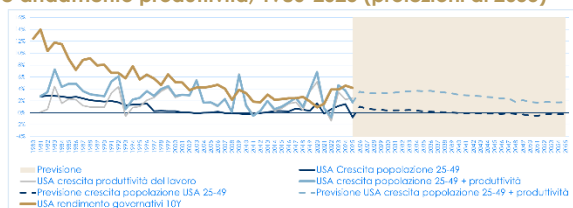
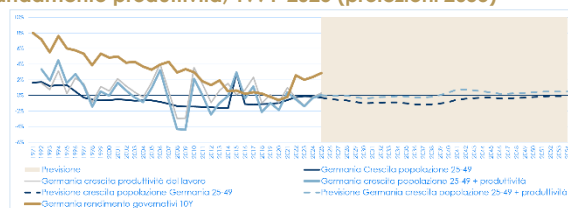


Grafico 3: Germania, tassi a 10 anni, variazione popolazione 25-49 e andamento produttività, 1991-2025 (proiezioni 2055)



Il messaggio che emerge da questi due grafici è che il futuro impulso calante alla crescita economica che dovrebbe giungere dalla fascia 25-49 anni della popolazione, anche considerando un andamento positivo

T con Zero

La seconda generazione

N.49 - LUGLIO 2026

sostenuto della produttività (plausibile grazie al contributo di intelligenza artificiale e altre tecnologie, che si stanno diffondendo adesso), nel lungo periodo (orizzonti di 10-30 anni) potrebbe *non spingere* i tassi a lunga scadenza più in alto di oggi. Anzi, tale dinamica economica potrebbe essere *compatibile con tassi più bassi e stabili*. Un'ipotesi, tra l'altro, coerente con quanto si è tradizionalmente ritenuto essere il potenziale contributo a un raffreddamento della crescita di una popolazione che invecchia, lavora meno e riduce il suo tenore di vita.

La vita si è allungata e anche allargata. Potrebbe essere giusto mettere in discussione alcune idee tradizionali.

Quando ci si occupa di investimenti – ma in generale nella vita, visto che questa nota si apre con la citazione di un filosofo - diffidare del consenso e sfidare le opinioni convenzionali può essere un atteggiamento che costa fatica ed energia nervosa, ma spesso premiato da risultati molto migliori della media. Qui *T con Zero* riprende un tema che gli è caro e che, insieme ad altri⁶, può contribuire a ridisegnare le strategie per il lungo periodo. Cioè il tema degli effetti dei cambiamenti demografici. I modelli tradizionali suppongono che l'invecchiamento possa essere un'evoluzione tendenzialmente deflattiva, perché rallenta la crescita: le persone anziane lavorano meno e le loro esigenze in termini di qualità e tenore di vita si riducono rispetto alla giovinezza e alla maturità. Forse è il caso di aggiornare questa visione del ciclo di vita sulla base dell'esperienza concreta. I 60-70-80enni di oggi hanno una vita molto più attiva (in molti casi anche professionalmente) rispetto a quelli di dieci, venti, trent'anni fa, con qualità, esigenze e profili di spesa molto superiori. E i 50-60enni di oggi hanno verosimilmente un'idea della propria qualità della vita e del proprio tenore di vita nei prossimi decenni ancora superiore alla generazione precedente. Non è detto, come purtroppo è noto, che riescano a raggiungere il risultato, ma l'obiettivo e le aspettative ci sono. È evidente che, soprattutto nelle economie dei Paesi avanzati, di cui la spesa per consumi è la spina dorsale e il principale motore di crescita, possa essere fortemente consigliabile uno sguardo accurato ai dati su questo fenomeno. E i numeri parlano chiaro. Anzi, chiarissimo. La parte della popolazione più anziana cresce di più e i suoi consumi crescono ancora più velocemente, sia in Germania, sia negli Stati Uniti. Quindi non solo la vita si è *allungata*, ma si è anche *allargata*, a tutti gli effetti, per accogliere più consumi, più salute, più intrattenimento. In altre parole, per innalzarne la qualità.

Grafico 4: Germania, tassi di crescita annualizzati della popolazione per fascia di età, 1991-2025 (proiezioni 2055)

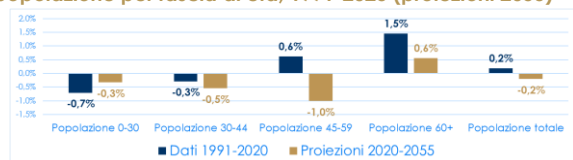
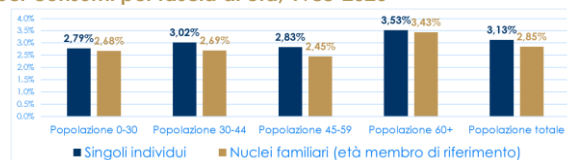


Grafico 5: Germania, tassi di crescita annualizzati della spesa per consumi per fascia di età, 1988-2020

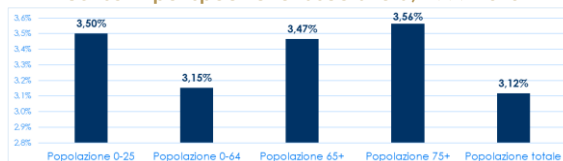


Il differenziale positivo di crescita della spesa per consumi da parte degli ultrasessantenni rispetto alle altre fasce di età è particolarmente visibile in Germania (grafico 5), dove oltretutto quella parte della popolazione è l'unica ad essere prevista in crescita nei prossimi trent'anni (grafico 4, barra color oro). Negli Stati Uniti, la crescita, sia effettiva, sia in proiezione, della popolazione sopra i 65 e sopra i 75 anni è molto superiore al tasso generale (grafico 6). Per quanto riguarda la dinamica dei consumi, l'ultimo quarto di secolo ha visto gli anziani (sopra 65 anni) e i giovani (0-25) trainare la crescita dei consumi⁷. L'elemento più interessante del grafico 7 è che la fascia che ha aumentato le proprie spese più di tutte le altre sia stata quella dai 75 anni in su. Bisogna ricordare che negli USA la componente sanitaria dei bilanci familiari è gravosa, a maggior ragione per le età avanzate.

Grafico 6: USA, tassi di crescita annualizzata della popolazione per specifiche fasce di età, 1981-2025 (proiezioni 2055)



Grafico 7: USA, tassi di crescita annualizzata della spesa per consumi per specifiche fasce di età, 1999-2023



Le conseguenze di questo fenomeno per i tassi di interesse a 10 anni possono essere rilevanti. Innanzitutto una fascia più anziana della popolazione che continua a spendere tanto alimenta la crescita del PIL. Il contributo alla crescita sarebbe più potente se gli anziani continuassero a lavorare (come in effetti sta già accadendo), ma ci sarebbe anche se i loro consumi fossero finanziati da un decumulo dell'eventuale patrimonio accumulato con il risparmio degli anni precedenti. Va infatti ricordato che la maggior parte della ricchezza globale è nelle mani di persone di una certa età⁷, non dei giovani. E che, con l'allungamento della vita e il desiderio di una

T con Zero

La seconda generazione

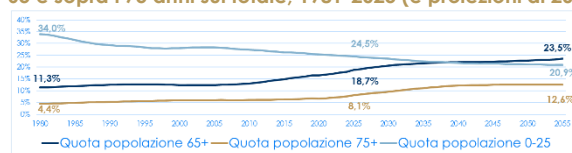
N.49 - LUGLIO 2026

qualità della vita migliore che in passato anche in età avanzata, tale ricchezza può rimanere *più a lungo* nelle mani delle persone più anziane. Tutti questi fattori potrebbero contribuire a un cambiamento profondo e allo sviluppo di una forza potenzialmente inflattiva, in contrasto con quella deflattiva della concezione tradizionale dell'invecchiamento della popolazione, che pure aveva trovato evidenza empirica a sostegno nella storia e nelle abitudini passate. Il risultato finale non si può prevedere, ma è plausibile che possa essere un livello dei rendimenti obbligazionari governativi a 10 anni più alto di quanto le traiettorie dei grafici 2 e 3 suggerirebbero. L'effetto dell'incremento della spesa per consumi delle coorti più anziane e tutte le considerazioni a corollario potrebbero risultare potenziati dal fatto che, nelle proiezioni demografiche della composizione delle popolazioni di Germania e Stati Uniti (ma il fenomeno è globale, per quasi tutti i Paesi avanzati e la Cina), lo sbilanciamento verso i vecchi rispetto ai giovani andrà sempre più ad accentuarsi (grafici 8 e 9). Nel 2055 quasi quattro Tedeschi su 10 avranno almeno 60 anni e quasi un quarto della popolazione statunitense sarà sopra i 65 anni, con la fascia sopra i 75 anni che mostra l'aumento prospettico più pronunciato. Quindi le tendenze di crescita dei consumi e di ricerca di una qualità della vita superiore si applicheranno ad una base di popolazione in espansione.

Grafico 8: Germania, peso della popolazione 0-30 anni e sopra i 60 anni sul totale, 1991-2025 (e proiezioni al 2055)



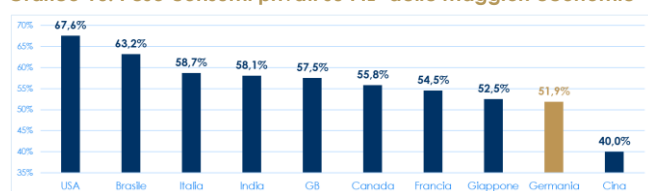
Grafico 9: Stati Uniti, peso della popolazione 0-25 anni, sopra i 65 e sopra i 75 anni sul totale, 1981-2025 (e proiezioni al 2055)



Non necessariamente cambiamenti di paradigma, ma più cicli, in potenziale sovrapposizione, da analizzare.

Avere usato la Germania come esempio in questa nota è utile anche per un altro motivo. L'economia tedesca è fortemente orientata alla manifattura, mentre il peso dei consumi sul PIL è minore⁸ rispetto ad altri Paesi. La situazione attuale di indebolimento della produzione industriale presenta verosimilmente componenti cicliche, ma potrebbe aiutare a prendere atto degli effetti che alcune dinamiche demografiche e legate al commercio internazionale potrebbero produrre in modo più strutturale. L'incidenza, crescente con l'età, dei consumi della

Grafico 10: Peso consumi privati su PIL⁸ delle maggiori economie



popolazione più anziana può rappresentare un altro elemento di variazione permanente del quadro di riferimento degli ultimi decenni. È difficile prevedere oggi il risultato dell'interazione tra queste forze: si tratta di un'evoluzione che avverrà in tempi molto lunghi. Se, oltre al reddito da lavoro o pensione, i consumi degli anziani fossero sostenuti dal decumulo dei patrimoni accumulati negli anni grazie al risparmio, la loro variazione nel tempo potrebbe risentire meno del ciclo economico. Non significa che il ciclo possa scomparire: non è mai accaduto e, quando lo si è pensato, è stato un errore. Ma la dinamica dei consumi, che incide su crescita, inflazione e tassi di interesse di equilibrio, può diventare più sensibile al *ciclo di vita* che al *business cycle*, al ciclo economico. Distinguere e analizzare gli effetti dei due, che si sovrappongono, si intrecciano in più modi e in più punti e hanno estensioni temporali diverse, appare un compito impegnativo. D'altra parte, accettare in modo acritico la tesi che l'invecchiamento della popolazione sia deflattivo rischia di far commettere agli investitori errori che potrebbero rivelarsi gravi nel posizionamento strategico dei portafogli. Ogni lettore può avere opinioni diverse sulle conclusioni da trarre. L'obiettivo di *T con Zero* è quello di stimolare la riflessione, generare consapevolezza, per evitare di trascurare temi che potrebbero essere importanti, anche se non sempre sono popolari e di discussione quotidiana.

Nel breve-medio periodo, altri elementi potrebbero incidere di più sull'inflazione e sul modo in cui le banche centrali gestiranno la politica monetaria. Incertezza geopolitica, prezzo del petrolio, investimenti in intelligenza artificiale e *data center* possono probabilmente avere un peso maggiore della traiettoria dei consumi di giovani e meno giovani. Il vantaggio della demografia è che permette di usare proiezioni, non previsioni: i cinquantenni o i settantenni del 2065 sono già nati, il loro numero, con buona approssimazione, si conosce già.

Alcuni dei cambiamenti che appaiono destinati ad avvenire nel lungo periodo possono essere molto importanti per l'economia e i mercati finanziari. Meglio non farsi cogliere impreparati.

A cura di Luca Tobagi, CFA – Head of Investment Strategy

T con Zero

La seconda generazione

N.49 - LUGLIO 2026

Note e riferimenti

- 1: La frase è tratta dal capitolo IX di *Storia della filosofia greca – I Presocratici* (1983) di Luciano de Crescenzo (1928-2019).
 - 2: L'equazione della dinamica del debito pubblico nel tempo stabilisce che la variazione del rapporto debito/PIL dall'anno $t-1$ all'anno t sia data da $\Delta b_t \approx -p_t + \frac{r-g}{1+g} b_{t-1}$ dove b_t il rapporto debito/PIL al tempo t (b_{t-1} il medesimo rapporto al tempo $t-1$), p_t è l'avanzo primario in rapporto al PIL al tempo t , r è il tasso di interesse reale, g il tasso di crescita reale del PIL. Affinché la traiettoria del rapporto debito/PIL sia sostenibile nel tempo, occorre che si verifichi una combinazione di diversi fattori: per esempio che il tasso di crescita dell'economia sia maggiore del costo del debito, e questo potrebbe contribuire a stabilizzare e/o ridurre il rapporto debito/PIL anche in presenza di un disavanzo primario di dimensioni compatibili, oppure che il Paese realizzi un avanzo primario, anche in presenza di un costo del debito r superiore alla crescita dell'economia g . I valori di r e g possono anche essere espressi in termini nominali, basta che lo siano entrambi, ma ciò rende più complicato il confronto intertemporale.
 - 3: Fonte: Presidenza degli Stati Uniti <https://www.whitehouse.gov/omb/information-resources/budget/historical-tables/>
 - 4: Per il tema della produttività si veda ad esempio *T con Zero* n.43, *Produttività e trend del mercato azionario*, gennaio 2026.
 - 5: Correlazione tra variazione annuale dei rendimenti obbligazionari a 10 anni e della popolazione 25-49 anni: 0.81 in USA (1980-2026) e 0.52 in Germania (1991-2026).
 - 6: Ad esempio *T con Zero* n.48, *Investire in ciò che non può essere stampato*, giugno 2026.
 - 7: Fonti: per popolazione e consumi, Eurostat, US Bureau of Labor Statistics, FAOSTAT, US Census Bureau International Database. Per la ricchezza, varie stime (es. Federal Reserve, Bundesbank, OCSE, *World Inequality Database*) collocano il 66% circa della ricchezza delle famiglie tedesche nelle mani di ultra 55enni, con la parte maggiore sopra i 65 anni. Negli USA, quasi il 70% della ricchezza privata è nelle mani degli ultra 55enni (30% circa sopra i 70 anni, 40% circa tra i 55 e i 69 anni).
 - 8: Fonti: *TheGlobalEconomy.com*, Reuters, OCSE, World Bank, media 2024-2026 utilizzando la scomposizione classica del PIL in consumi privati, investimenti, spesa pubblica ed esportazioni nette.
- Le elaborazioni di tutti i grafici sono di Mediobanca Private Banking, dell'autore e del team di *Investment Strategy* su dati Bloomberg e di altre fonti rilevanti. I dati raccolti vanno dall'inizio della disponibilità delle serie storiche al 22 luglio 2026.

Perché T con Zero?

Il titolo di questa nota mensile, oltre a essere uno scherzoso riferimento al nome dell'autore, prende spunto da *Ti con zero*, un racconto e una raccolta di scritti di Italo Calvino. I racconti sono ambientati in un mondo che a volte può apparire poco reale, quasi fantascientifico, nel quale i personaggi cercano (e trovano) la soluzione ad uno specifico problema attraverso la semplificazione della complessità, il passaggio continuo dal concreto all'astratto, il ragionamento dal particolare al generale: in apparenza astratti, hanno in realtà un legame forte, immediato, con il vissuto e l'esperienza del singolo. In quest'ottica, con il nostro *T con Zero* vogliamo proporre analisi e approfondimenti su mercati, scenari e strategie che non si limitino solo ad un valore teorico o contingente, ma che possano offrire spunti di riflessione a più ampio spettro e durata più lunga utili e concreti nelle nostre scelte di investimento quotidiane. Nelle parole di Italo Calvino (*Ti con zero*, 1968) in cui le t rappresentano situazioni nel tempo: "Riassumendo: per fermarmi in t con zero devo stabilire una configurazione oggettiva di t con zero; per stabilire una configurazione oggettiva di t con zero devo spostarmi in t con 1; per spostarmi in t con 1 devo adottare una qualsiasi prospettiva soggettiva, quindi tanto vale che mi tenga la mia [...] per fermarmi nel tempo devo muovermi col tempo, per diventare oggettivo devo mantenermi soggettivo".

DISCLAIMER

Il presente documento (il "Documento") è stato preparato da Mediobanca Private Banking ("MBPB") a scopo puramente informativo ed è riservato a MBPB e ai suoi clienti. Il documento non ha carattere di offerta, invito ad offrire, o di messaggio promozionale finalizzato all'acquisto, alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti/prodotti finanziari di qualsiasi genere. Inoltre, esso non è inteso a raccomandare o a proporre una strategia di investimento in merito a strumenti finanziari. In particolare, il presente Documento non costituisce in alcun modo una raccomandazione personalizzata; lo stesso è stato predisposto senza considerare gli obiettivi di investimento, la situazione finanziaria o le competenze di specifici investitori. Il presente Documento è proprietà di Mediobanca Private Banking; esso non può essere riprodotto o pubblicato, nemmeno in una sua parte, senza la preventiva autorizzazione scritta di MBPB. Le informazioni, opinioni, valutazioni e/o previsioni contenute nel presente Documento (le "Informazioni") si basano su fonti ritenute autorevoli ed attendibili; tuttavia, MBPB non assume alcuna responsabilità per eventuali errori od omissioni né potrà considerarsi responsabile per le eventuali perdite, danni o conseguenze di qualsivoglia natura (legali, finanziarie o fiscali) che dovessero derivare dal fatto che si sia fatto affidamento su tale Documento. Ciascun investitore dovrà pertanto assumere le proprie decisioni di investimento in modo autonomo, tenuto conto delle sue caratteristiche e dei suoi obiettivi di investimento, e a tale scopo non dovrà basarsi, prioritariamente o esclusivamente, sul presente Documento. I rendimenti, le correlazioni e i livelli di rischio passati, eventualmente rappresentati nel Documento, non sono indicativi né garantiscono gli stessi rendimenti, correlazioni o livelli di rischio per il futuro. Le Informazioni contenute nel presente Documento costituiscono valutazioni di Mediobanca Private Banking aggiornate alla data della sua produzione e potrebbero variare nel tempo, senza necessità di comunicazione da parte di Mediobanca Private Banking e possono essere differenti da quelle di altri professionisti di Mediobanca e non le vincolano.



MEDIOBANCA
PRIVATE BANKING