

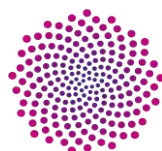
JE COURS



*Je n'ai plus de souffle
Je veux que l'on m'écoute
Plus de doutes
Pour m'en sortir
Je dois tenir
Et construire mon futur
Partir à la conquête
D'une vie moins dure
Yo – Je cours
"Le Chemin" Album, 2003*

Uno dei temi che dibattiamo sempre più spesso a Brightside è senza dubbio la rottura del patto sociale nei paesi sviluppati: un contratto sociale scritto per un mondo che smette di esistere proprio in un momento di accelerazione tecnologica, fine del globalismo e debiti alle stelle. Questa contemporaneità non è un caso. Anzi.

La fine del mondo occidentale per come lo abbiamo conosciuto, naturalmente, si fa sentire in modo ancora più acuto in un Europa che, pur adottando gli stessi riferimenti economico-culturali e politici degli Stati Uniti, lo ha sempre fatto da una prospettiva subordinata in forza



degli esiti della Seconda Guerra Mondiale, scimmiettando di fatto il modello americano; in questo già le basi della sua evidente fragilità che parte, dunque, davvero da lontano. Nulla di ciò che sta accadendo può, allora, sorprendere.

Poi arriva lo scorso week-end.

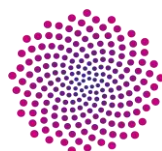
Le strade di Parigi sono in fiamme, quelle di Milano, *the city of bliding lights* pure, i negozi che affacciano sul Duomo, per una volta, non vedono alla soglia i resident non-dom attirati nella ex capitale morale d'Italia dal profumo di una Dolce Vita felliniana d'antan, ma una moltitudine di giovani incappucciati con la spranga in mano. *Sic transit gloria mundi*. C'è chi pensa che sia solo una rivolta da sedare, l'ennesimo "focolaio" come tanti altri. Potrebbe, invece, essere qualcosa di diverso, l'ennesimo sintomo della fine dell'ordine mondiale che parte dal dopoguerra di cui scriviamo da anni. Un analista macroeconomico americano, Alexander Campbell, in una sua recente analisi, con molta più leggerezza lo chiama "la fine dell'ordine mondiale dei boomer". Mette insomma al centro di tutto la variabile demografica, vediamo di capire perché.

Quell'ordine poggiava su due presupposti che non reggono più.

- Natalità e aspettativa di vita occidentali: le politiche sociali sono state costruite su rapporti fra lavoratori e persone a carico che il calo delle nascite e gli anni di pensione sempre più lunghi hanno col tempo totalmente sbilanciato.
- L'egemonia militare americana, che ha permesso a tutti di dare la precedenza alla vita spensierata e ai piani per il week end.

L'idea di oggi è quella di focalizzarsi sul primo elemento: in breve, il contratto sociale è insostenibile perché ogni soluzione facile significa tassare i boomer o tagliare le loro prestazioni. L'impossibilità di fare ciò ha evidenti e automatiche conseguenze che ricadono sui giovani: tasse future più alte, prestazioni future più basse, stampa di moneta (quindi inflazione quindi impossibilità di risparmiare), più immigrazione (leggasi: concorrenza per il posto di lavoro), le case e le scuole che o sono fatiscenti o semplicemente inaffrontabili.

Da questa prospettiva, Parigi e Milano sono certo una questione di cultura e di caos, ma sono anche l'inizio della discussione europea su che cosa si debba fondare il nuovo contratto sociale e su chi ne debba far parte. La classe lavoratrice vede tasche vuote, robot e lavoro globale a basso costo e lo legge, correttamente, come una minaccia. Se si proietta tutto questo su una cesura generazionale particolarmente potente, ne esce un riallineamento populista in arrivo, che pesca da entrambe le estremità dell'emiciclo parlamentare: la cancellazione dei debiti della sinistra si allinea all'abolizione dell'imposta sul reddito della destra.



BRIGHTSIDE CAPITAL

Let's look at the Brightside, perché un bright side c'è sempre: quello che succede a Parigi e Milano è tragico, ma è anche l'inizio di una rinegoziazione di cui c'è davvero un gran bisogno.

Circolarità... canaglia

Nessuno ha scelto questo esito:

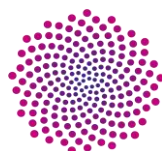
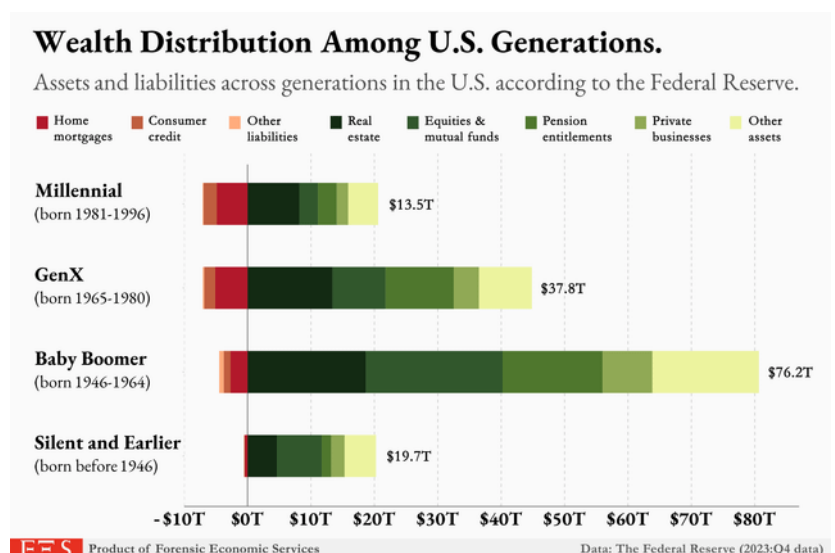
1. Il contratto del dopoguerra si basava sulla scommessa che la base imponibile (lavoratori x salari) crescesse più rapidamente della crescita del debito ma nel lungo termine vince sempre l'algebra: il debito cresce linearmente, la base imponibile è funzione del PIL che cresce, invece, secondo un ritmo a sinusoidale. Per trent'anni è andata bene. Su quella scommessa abbiamo aumentato la leva, con prestazioni più ricche e più programmi sociali. Poi la natalità è calata, la vita si è allungata e i conti si sono rovesciati. Senza interventi, i conti pubblici in prospettiva sono insolventi: la linea retta del debito cresce più rapidamente della sinusoidale dell'economia.

2. Le persone meglio piazzate per assorbire il colpo sono appunto i boomer, che sono anche la generazione più ricca della storia. Di sicuro, nessuno di loro si accollerà il sacrificio.

3. Quindi il conto ricade sui giovani in quattro modi: tasse future più alte, prestazioni future più basse, inflazione (leggasi: impossibilità di risparmiare) e immigrazione (leggasi: concorrenza cheap per il lavoro).

4. L'immigrazione era la soluzione neoliberale condivisa. In Europa ha portato persone, molte assai lontane sul piano culturale, con un ordine di magnitudine che i complottisti hanno definito "sostituzione etnica"; tutti soggetti che competono con i giovani per case, scuole e servizi. È la ricetta per un nazionalismo tossico, la cui comparsa paralizza poi la discussione sulla dinamica di fondo dei conti pubblici.

5. Fatti i conti, i giovani banalmente cercano qualcuno che li protegga dall'aggiustamento: Le Pen, l'AfD, Reform o l'estrema sinistra.



BRIGHTSIDE CAPITAL

6. La polarizzazione economica e politica crescente, rende sempre più difficile accordarsi su qualsiasi aggiustamento; ne deriva che si lascia una parte sempre maggiore del conto al debito e, quando il debito diventa troppo caro o politicamente impraticabile, alla stampa di moneta. Che fa salire il costo della vita per i giovani e ci riporta al punto 3. Da qui la circolarità... canaglia!

In breve: quanto ancora possono estendersi queste curve prima che tutto si rompa?

I ragazzi in piazza

Tutto è cominciato a fine settembre con studenti delle superiori che bloccavano i propri licei a Seine-Saint-Denis, le banlieue povere a forte presenza di immigrazione a nord di Parigi. Non per le pensioni. Per gli insegnanti che non si presentano mai, per le classi sovraffollate, per la muffa, per i bagni che non funzionano e per Parcoursup, l'algoritmo che decide quale università dovranno frequentare. Uno degli slogan, il mio preferito: «il quartiere in cui abitiamo non deve decidere il nostro futuro». Tre settimane dopo la protesta era diventata nazionale: il 13 ottobre scendono in piazza 161.500 manifestanti secondo il ministero dell'Interno, 480.000 secondo i sindacati studenteschi. Il 17 ottobre i ragazzi fanno fronte comune con i gilet gialli e i sindacati, fra 550.000 e 800.000 persone, con 1.800 arresti; viene bruciato il municipio di Limoges in piedi dal 1873.

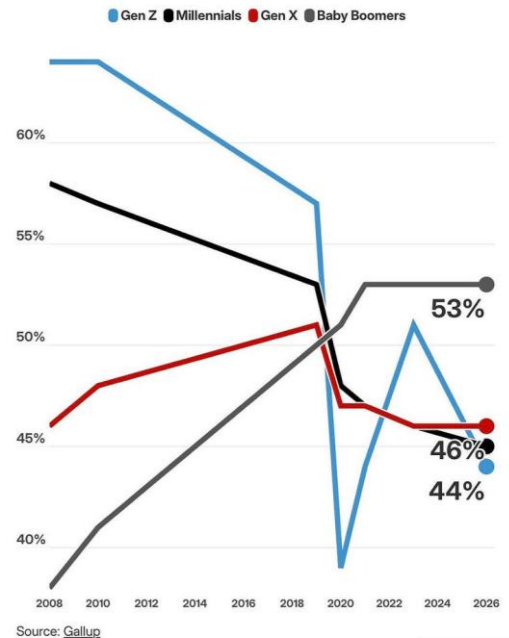
Poi la protesta passa il confine. Gli studenti di Liegi in piazza a Bruxelles con 30.000 iscritti ai sindacati. Gli studenti italiani a Milano, Torino, Bologna, con il «faremo come in Francia». Tende in piazza Syntagma. Gli insegnanti di Madrid in sciopero.

Cosa chiedono? Insegnanti, riscaldamento, bagni funzionanti. Insomma, più spesa. Nel frattempo, i pensionati sono pronti a scendere in piazza a loro volta ogni volta che si parla di tagliare le prestazioni. Due pretese sullo stesso euro. Oltre un quinto dell'economia francese va in prestazioni per gli

The Youth Happiness Collapse

Less than half of Gen Z now say they are "thriving"—down 20 percentage points since 2010—while Baby Boomers have overtaken all younger generations to reach record-high life satisfaction.

(click/rollover for more information)



Russ Greene @GreenPlusAnE · 17h

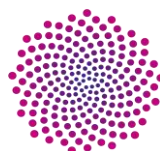
Over 1/5 of France's entire economy is providing government benefits to seniors. French seniors even earn more than young workers. This is the natural progression of aging, Western democracies. It just can't last forever.

French pensioners now have higher incomes than working-age adults

Relative income level of over-65s (working-age average = 100)



Sources: OECD; FT analysis of Luxembourg Income Study
FT graphic: John Burn-Murdoch / @burnmurdoch
©FT



BRIGHTSIDE CAPITAL

anziani, mentre i pensionati francesi hanno ormai redditi più alti degli adulti in età da lavoro. It just can't last forever.

Il gap si chiude solo con più produttività (robot) o con più persone. In Europa la prima leva è sotto l'attacco dei catastrofisti, mentre la seconda porta dentro persone che non necessariamente aderiscono al patto che viene chiesto loro di finanziare.

Il gap

Per i pensionati, dicevamo, al netto della trentennale demagogia politica, due sono le strade per far quadrare i conti:

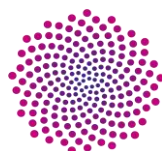
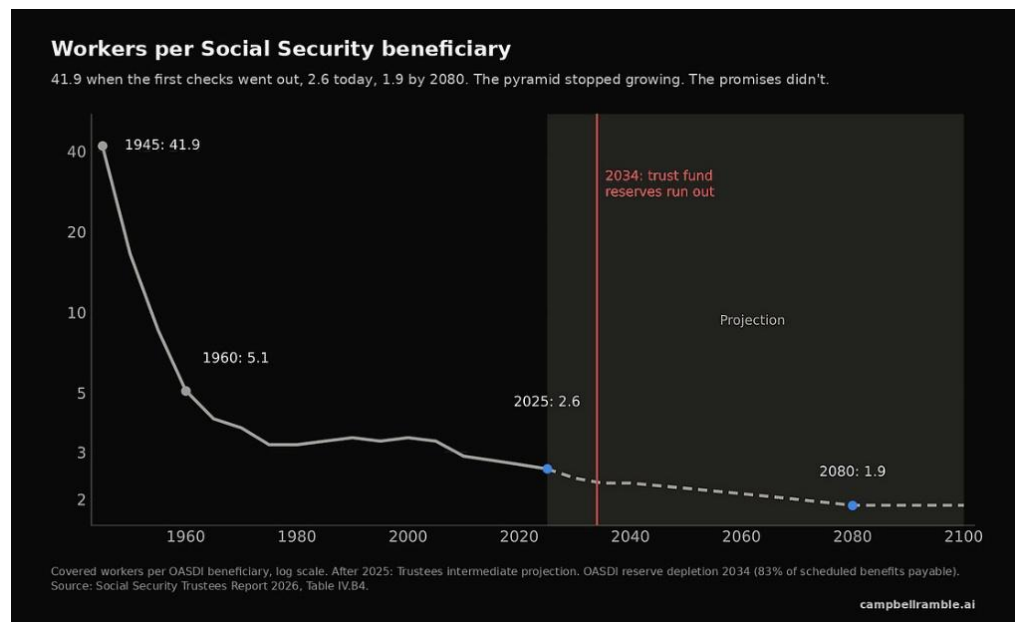
- 1) Contribuzione definita: tu versi, qualcuno investe i tuoi soldi in titoli, al pensionamento ricevi il gruzzolo; il rischio finanziario resta tuo.
- 2) Prestazione definita: l'istituzione prende i tuoi soldi oggi, ti promette un reddito domani e si assume il compito di far quadrare i conti lungo la strada.

Nel corso del tempo, la politica ha scelto il pacco numero due: versi mentre lavori, i tuoi soldi vanno dritti ai pensionati di oggi e chi viene dopo di te ti sostiene quando smetti.

Il governo scommetteva su sé stesso. Su un paese che avrebbe continuato a produrre abbastanza lavoratori, con redditi sufficientemente alti da onorare la promessa. Questa è la scommessa: far crescere le entrate più in fretta di quanto scadessero le promesse.

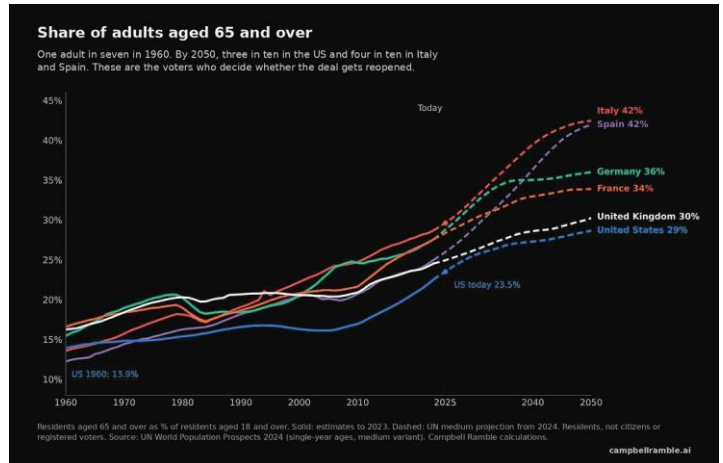
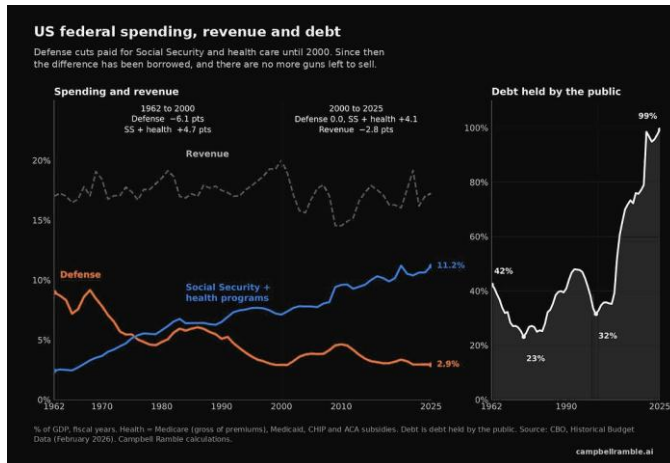
Per un po' è stata un'ottima scommessa. 41,9 lavoratori dietro ogni pensionato quando partirono nel 1945. 5,1 nel 1960. Oggi siamo a 2,6 lavoratori per pensionato, diretti verso 1,9. Le prestazioni di welfare invece, in un uptrend senza soluzione di continuità.

Chi ha finanziato tutto questo? In una prima fase, la spesa militare di cui non avevamo più bisogno.



BRIGHTSIDE CAPITAL

Negli Stati Uniti la difesa è passata dal 9% del PIL nel 1962 a meno del 3 nel 2000, mentre la Social Security e i programmi sanitari occupavano lo spazio lasciato libero nella spesa. Dopo il 2000, non c'era più spesa militare da spremere ed il Governo ha cominciato a indebitarsi in modo sostanziale.

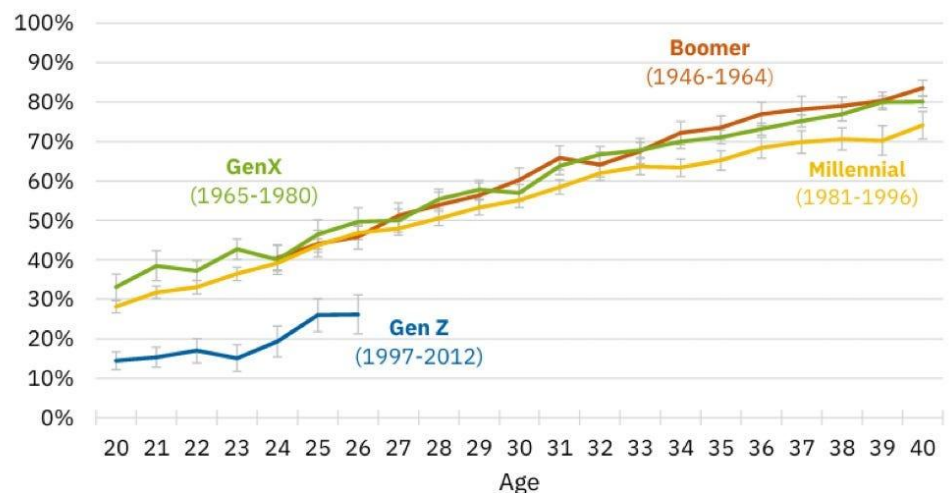


Poi, la gente ha iniziato a vivere più a lungo e a fare meno figli ma più viaggi e piani per il week-end.

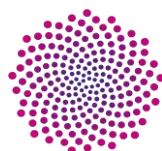
Così la crescita della popolazione è crollata, mentre i salari continuano ad essere mediocri dagli anni Settanta.

Al restringersi della base imponibile, la promessa fatica a restringersi conseguentemente. La differenza fra quanto è stato promesso e quanto la base imponibile può pagare diventa semplicemente un calcolo matematico. Ai tassi d'interesse di oggi il conto americano vale il 5,9 % del PIL all'anno, per sempre. Quale via d'uscita?

Figure 3: Average Probability of Having at Least One Child by Age and Cohort



Note: Authors' estimates of the predicted probability of having had a child from a trivariate probit model with three outcomes (having a child, wanting a child, and having medical difficulties bearing children); using data from the NSFG, 1988–2023; women ages 20–40; and including usual demographic, health, and time controls. Birth years of each cohort are in parentheses, and gray lines depict 95 percent confidence intervals. Source: Bradley et al. (2026).

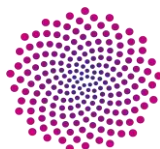
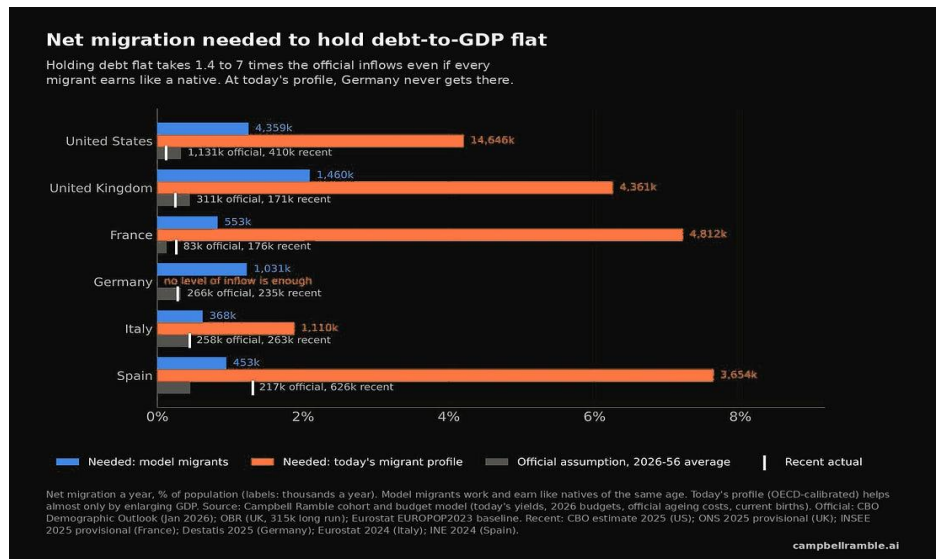
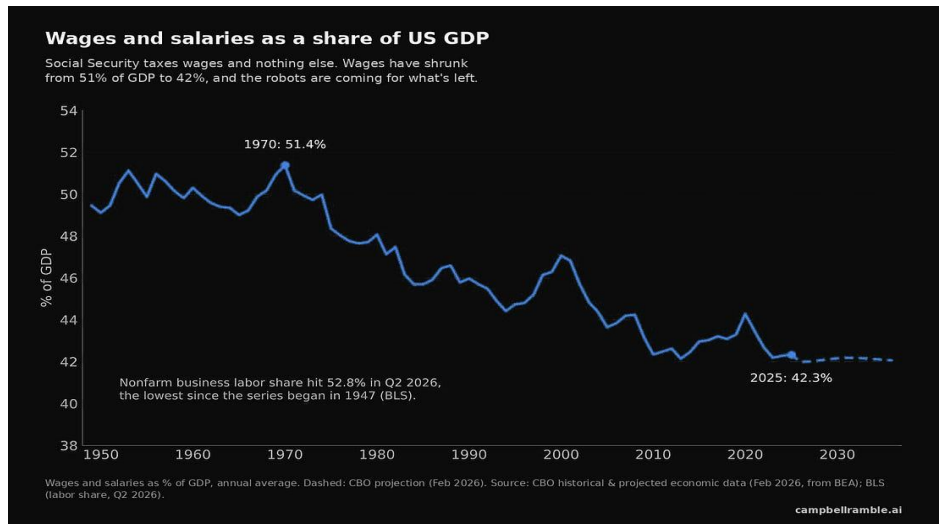


Importare la generazione successiva

Da sempre, sentiamo parlare di «Crisi delle pensioni» e dell'immigrazione come rimedio per i deficit di bilancio causati dagli sbilanci del sistema previdenziale. Quando studiavo, ricordo che si additava a modello virtuoso la Germania che andava a scegliersi non solo le popolazioni da accogliere (turchi e soprattutto siriani) ma anche il livello educativo degli stessi (solo laureati). Persone che arrivano, si mettono al lavoro e si accollano parte del peso come “entry fee” di un nuovo contratto sociale.

Poi, “*good times create weak men*” e, così, in parallelo alla polarizzazione economica parte anche quella politica, sinistra contro destra, Milan contro Inter. Il “bar sport” di ogni giorno, insomma, che si materializza in cancelli che si alzano e si abbassano a seconda che i governi vadano a sinistra o a destra. Al posto di una politica ponderata, una sinistra che spalanca i cancelli, con indigestione culturale e concorrenza per i posti di lavoro, le case e i servizi della classe lavoratrice, contro una destra che li sbarra e punisce molti immigrati qualificati e rispettosi della legge, il cui percorso verso la cittadinanza viene tagliato dall'ansia che le porte spalancate hanno generato.

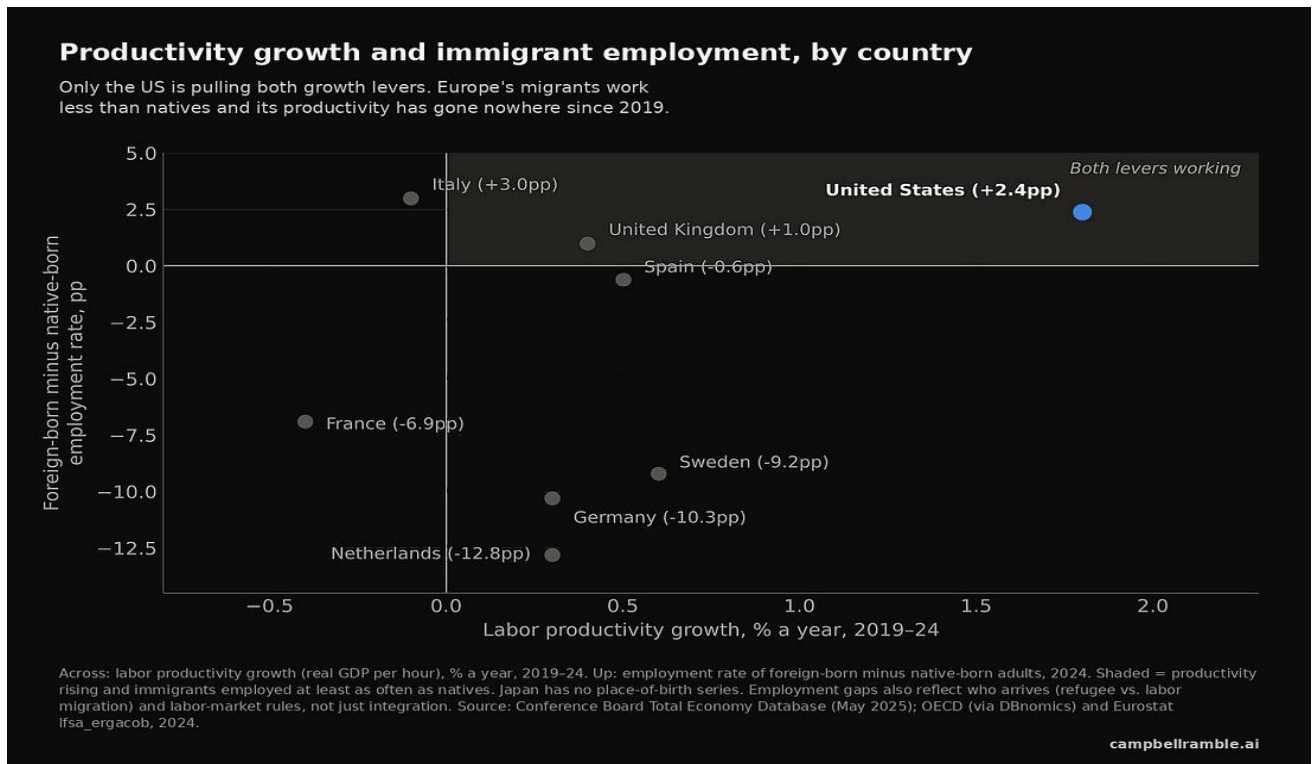
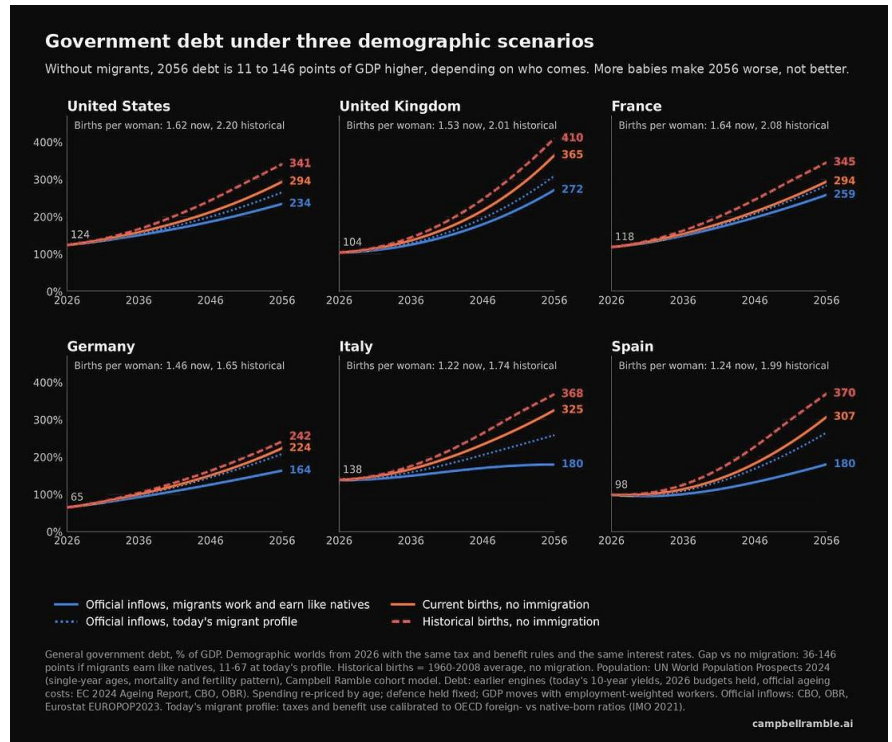
Per sottolineare quanto questi flussi di persone continuo per i bilanci futuri, Campbell, costruisce un modello semplificato di demografia e conti pubblici per sei economie sviluppate. Senza immigrati, con la natalità attuale, il debito passa da un intervallo fra il 65% e il 138% del PIL oggi a uno fra il 224% e il 365% entro il 2056. Con i flussi ufficiali, ipotizzando che ogni immigrato lavori e



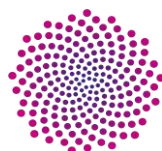
BRIGHTSIDE CAPITAL

guadagni come un nativo, fra il 165% e il 270%. E no, poi i figli non risolvono il problema, nel corto termine lo peggiorano, perché i bambini costano allo Stato fino a circa venticinque anni.

Pur avendo il divario di bilancio peggiore fra i paesi considerati, gli Stati Uniti sono quelli che nella sostanza fanno di più per colmarlo (come si evince dal grafico riportato qui di seguito).



È così che un tentativo in buona fede di sostenere lo Stato sociale è diventato un problema politico. Immaginate un ragazzo della Generazione Z che non può permettersi di lasciare la



BRIGHTSIDE CAPITAL

casa dei genitori e vede il governo trovare un alloggio a chi è appena arrivato. Niente soldi per migliorare il tuo patto ma, a quanto pare, soldi per offrirne uno migliore a qualcun altro. Poi lo stesso ragazzo Gen Z apre i giornali e legge questa cosa:



Eunews

<https://www.eunews.it> › Difesa e Sicurezza

Ucraina, sale a 231,5 miliardi di euro l'aiuto complessivo

14 ott 2026 — All'Ucraina altri 2,86 miliardi dall'UE, sale a 231,5 miliardi di euro l'aiuto complessivo. Dal 2022, inizio della guerra tra Russia e Ucraina, ...

Sempre lo stesso ragazzo poi, apre il WhatsApp di sua sorella di seconda superiore e legge questi messaggi.

Aggiungete un confronto tra religioni molto differenti a una discussione già carica di elementi etnici e si ottiene un miscuglio esplosivo di temi politici incandescenti.

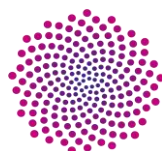
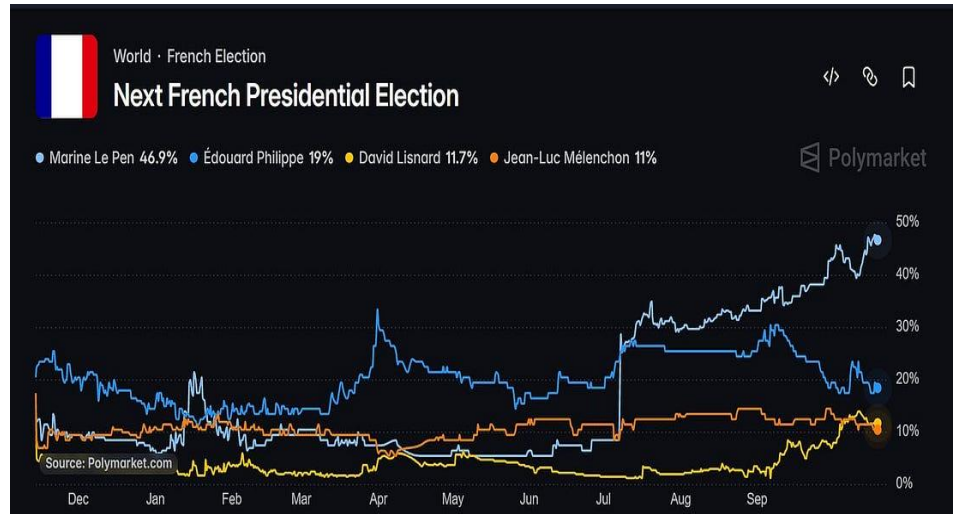
È questo il contesto delle rivolte. Ed è il contesto di Le Pen (47% su Polymarket per la presidenza), di AfD (28%, prima in tutti i sondaggi tedeschi da maggio) e di Reform UK (in testa ai sondaggi da maggio 2025).

La valvola di sfogo

Restano tre leve di aggiustamento: le tasse, la spesa e, quando le prime due sono politicamente impossibili, la stampa di moneta.

Le tasse: chiudere il divario con le sole tasse porterebbe gli Stati Uniti dal 25,6% al 31,5% del PIL, una cifra "politicamente complicata" ma ancora sotto la media OCSE.

La Francia passerebbe dal 44% al 48%, sopra la Danimarca, il paese più tassato dell'OCSE. Gli Stati Uniti potrebbero chiudere l'intero divario con le tasse e restare un Paese a bassa



BRIGHTSIDE CAPITAL

tassazione. La Francia con le tasse non può chiudere quasi nulla del suo, ed è per questo che i suoi conti pubblici sembrano più precari pur avendo un divario più piccolo.

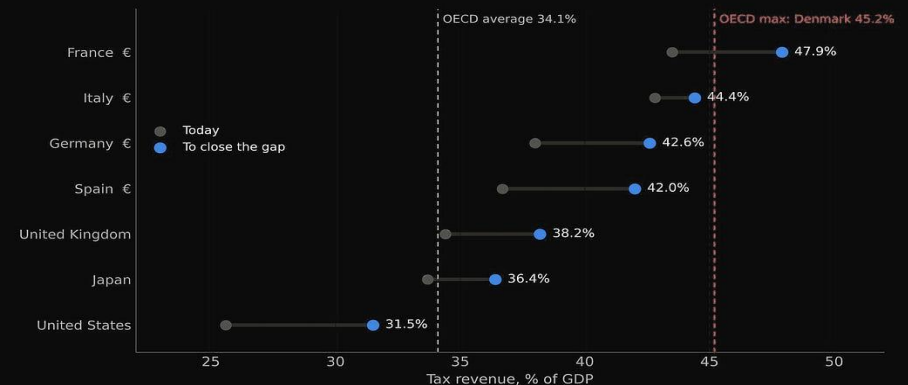
La spesa significa pensioni. E i pensionati votano. I pensionati francesi hanno un tenore di vita pari al 103% della media nazionale. La risposta della Francia alla piazza è stata quella di sospendere la riforma delle pensioni del 2023. Nella stessa settimana, Le Pen ha proposto un tetto costituzionale al debito e l'età pensionabile riportata a 62 anni, «voire 60». Negli Stati Uniti, nel sondaggio Cato/YouGov dello scorso ottobre, l'89% degli ultrasessantacinquenni ha scelto di proteggere i pensionati attuali invece dei lavoratori più giovani dalle tasse necessarie a pagarli; chi ha meno di trent'anni è stato l'unico gruppo a scegliere i tagli. Perché chi ha i voti dovrebbe riaprire un patto che per lui funziona?

Sì, potremmo accettare qualche sacrificio nelle fasi di espansione, invece, continuiamo a indebitarci anche negli anni buoni. Se non riusciamo a mettere ordine nei conti mentre l'economia va forte, che cosa succede alla prossima recessione? Questa è facile, la stampa di moneta, *the printing press*.

Stati Uniti, Regno Unito e Giappone possiedono la propria tipografia e la useranno. Francia, Italia, Spagna e Germania no, quindi la loro valvola di sfogo si vede nello spread: questo mese lo spread fra OAT e Bund ha toccato i 150 punti base, il livello più alto dal 2011, mentre Moody's ha la Francia ad Aa3 con prospettiva negativa. E

Tax revenue today, and after closing the gap with taxes alone

The US could close its whole gap with taxes and still be a low-tax country. France would end up above Denmark. That asymmetry is most of the European story.



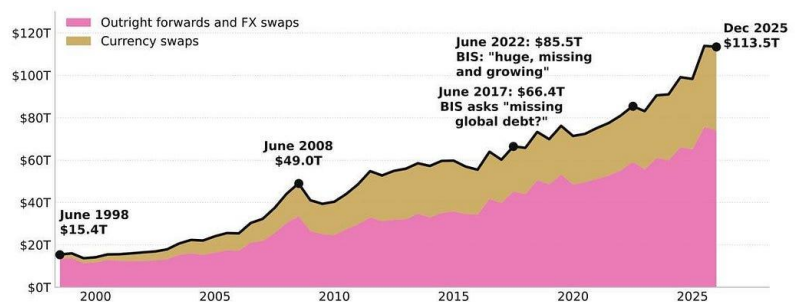
Tax revenue as % of GDP: today (grey) vs. what closing each country's gap with taxes alone would take (blue). Gap from the Boomer Gap chart. € = no national central bank (euro area). Source: OECD Revenue Statistics 2025 (2024 data; Japan 2023).

campbellramble.ai

GLOBAL USD DEBT | OFF BALANCE SHEET

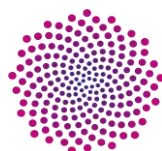
HIDDEN DOLLAR DEBT IS UP SEVENFOLD SINCE 1998

Dollar FX swaps, forwards and currency swaps have grown from \$15.4 trillion to \$113.5 trillion, doubling in just the last ten years. None of it sits on a balance sheet. BIS estimates over 60% belongs internationally.



SANTIAGO
CAPITAL
RESEARCH

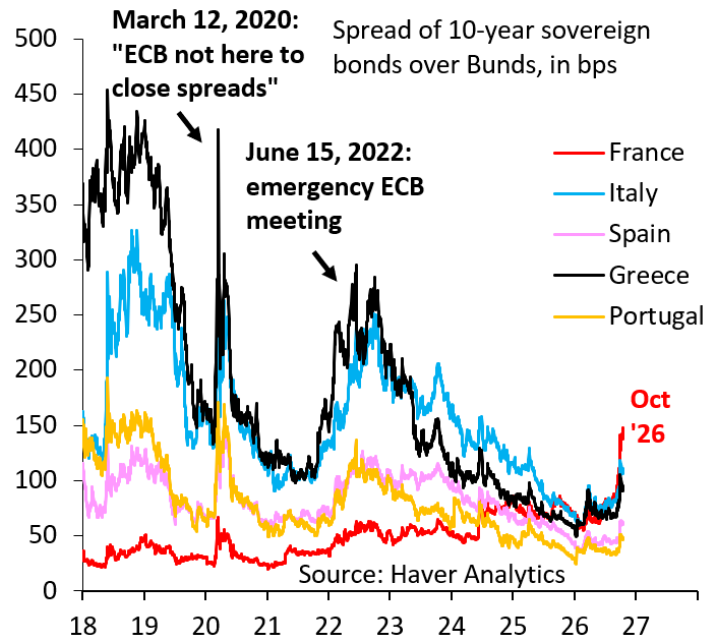
Source: BIS OTC derivatives statistics, Table D6 (foreign exchange derivatives), US dollar notional amounts outstanding: outright forwards and FX swaps plus currency swaps, options excluded; semiannual, end-June 1998 to end-December 2025; data.bis.org. Same measure as Borio, McCauley and McGuire, BIS Quarterly Review, December 2022 (\$85T at end-June 2022).



BRIGHTSIDE CAPITAL

quando gli Stati Uniti stampano, non pagano solo gli americani. Ci sono 113.000 miliardi di dollari di obbligazioni in dollari in swap e contratti a termine su valute, contro i 15.000 del 1998, quasi niente a bilancio. Se si stampa, chiunque ragioni in dollari subisce la tassa da inflazione. Se non si stampa, vive la strettoia di dover rinnovare debiti in dollari che non ha.

Nemmeno stampare è una soluzione win-win. La Social Security è indicizzata, quindi la tassa da inflazione salta i pensionati e ricade sui salari reali e su chi detiene obbligazioni nominali.



Ora, guardate la cosa dal punto di vista di chi sta cercando di farsi una vita. Casa, sanità e istruzione si prendono già troppo della busta paga. L'inflazione si prende il resto. Aggiungete la concorrenza per il lavoro degli immigrati in fondo alla scala e dell'IA in cima, più un governo che chiede una parte maggiore del vostro reddito per finanziare una pensione che non vi aspettate di riscuotere. A un certo punto, smettete di credere nel patto e votate chi promette di proteggervi dall'aggiustamento, il che rende l'aggiustamento più difficile da concordare.

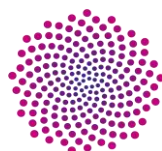
Entrano i robot

Una pensione è un diritto sulla produzione futura. I pensionati hanno bisogno di cibo, case, energia e cure. Una promessa finanziaria funziona solo se l'economia produce abbastanza per chi lavora e per chi questi lavoratori devono mantenere. I robot permettono di produrre molto di più con meno persone: una tecnologia che è utile che stia per arrivare proprio mentre le persone cominciano a scarseggiare. Alla faccia dei catastofisti.

Il timore è che i robot sostituiscano il lavoro e che i guadagni finiscano a chi li possiede invece di tornare nei salari. Un timore ragionevole: se le cose andassero così la rottura del patto, acquisterebbe soltanto una dimensione in più.

Un New New Deal

Reindustrializzare l'Occidente non significa ritornare alla manovia delle fabbriche degli anni Cinquanta. Significa un ventiseienne dell'Ohio o della Lorena che manovrano uno sciame di



macchine che producono cose, un lavoro da colletto blu pagato come uno da colletto bianco e che non si può delocalizzare perché i robot sono nell'edificio. Piccole squadre che gestiscono attività che un tempo richiedevano molta più manodopera, possedendo una parte di ciò che costruiscono, invece di un'altra generazione che cerca il proprio senso nella massa crescente di melliflui lavori d'ufficio, fatti di email, di legal, risk and compliance, dell'economia dei servizi.

Arrivare ad un nuovo patto, impone le conversazioni che evitiamo da tempo. A che cosa dà diritto la cittadinanza e che cosa richiede? Come facciamo entrare persone nuove nel patto senza perdere il consenso di chi lo sta già pagando? Quale cultura comune sostiene quegli obblighi? E come manteniamo una promessa alle generazioni più anziane senza scaricarne l'intero costo sui loro figli?

Che cosa significa per i mercati

Ogni uscita da questo cul-de-sac passa per il sacrificio o per la stampa di denaro. Solo la stampa di denaro ha un elettorato politico. Al momento il mercato lo sconta attraverso il credito e i tassi reali: dei 131 punti base di rialzo del decennale dall'inizio del conflitto con l'Iran, 120 sono andati nel rendimento reale. È il peso dei tassi che lentamente impone la discussione. Altri 100 punti base e parleremo di Yield curve control, cioè stampare per tenere bassi i costi del debito. Quantitative easing al cubo.

Con i rendimenti dei titoli di Stato in salita, la pressione ricade sui debitori più deboli, che siano le famiglie attraverso i mutui, le imprese attraverso i tassi sui prestiti (private credit ha già messo i gates alle redemption da inizio anno) o i governi meno capaci di reggere la tempesta. Qualche crepa si inizia ad intravedere. Nothing can stop this train.

Approfondimento a cura di **Alex Pezzoli**

Lugano, 23 Ottobre 2026

