

APRILE 2026

FUCINO FLASH

*UN BUND MENO SAFE:
RIPRESA RIMANDATA PER LA
GERMANIA?*



Banca del Fucino

1923 | 2023

FUCINO FLASH

UN BUND MENO SAFE: RIPRESA RIMANDATA PER LA GERMANIA?

L'11 marzo è accaduto un fatto insolito sul mercato tedesco: un'asta di Bund con scadenza decennale – l'asset benchmark per il mercato dei titoli di Stato della Germania – si è conclusa in un **fallimento tecnico**. Dei 5 miliardi che la Finanzagentur intendeva collocare sono state raccolte richieste per soli 4,5 miliardi, e solamente 3,8 miliardi sono stati alla fine effettivamente sottoscritti. Il rendimento al quale è avvenuto il collocamento è risultato più alto di 16 punti base rispetto alla precedente asta, in crescita dal 2,73% al 2,89%¹.

Non è peraltro la prima volta che, nel 2026, la Germania incontra questo scoglio: anche l'asta del 7 gennaio aveva riscontrato una domanda di mercato insufficiente. Ancora prima, a ottobre 2025, un'altra asta di Bund con scadenza decennale aveva raccolto richieste di sottoscrizione inferiori all'offerta totale. Niente di catastrofico, ma una situazione che richiede attenzione: basti pensare che, prima del 2025, l'ultima asta di Bund a 10 anni fallita risale al 2022, quando la Germania era nel pieno dello shock energetico causato dalla guerra in Ucraina.

Uno speciale meccanismo d'asta

Innanzitutto, com'è possibile che, di fronte a una domanda di mercato insufficiente, i rendimenti del Bund non siano saliti ben oltre i livelli attuali? La spiegazione sta nello speciale meccanismo d'asta di cui lo Stato tedesco si serve per finanziarsi².

Il collocamento dei titoli di Stato sul mercato – primario ma anche secondario – è affidato alla Deutsche **Finanzagentur, una società di diritto privato ma interamente di proprietà statale**. Questa segue una procedura d'asta nota come **multi-price auction**, diversa dalla *uniform-price auction* dell'Italia: se nel nostro caso tutti i titoli venduti in un'asta sono assegnati allo stesso prezzo – il prezzo marginale, quello dell'ultima offerta accettata – nel caso tedesco la *Finanzagentur* fissa un prezzo minimo, e ogni offerta superiore a quel prezzo viene accettata. Ogni operatore, quindi, paga quanto è disposto a pagare, e chi non propone alcun prezzo ha comunque la possibilità di acquistare al prezzo medio ponderato.

C'è però un'ulteriore differenza, di grande importanza, rispetto al sistema italiano: la **retention quote**. Per ogni asta, infatti, la *Finanzagentur* trattiene presso di sé una quota – solitamente **fino al 20%** – dei titoli teoricamente da collocare. Questa quota, variabile a seconda della concreta congiuntura di mercato, viene poi collocata sul mercato secondario, in modo da garantire la massima liquidità dei titoli di Stato tedeschi. Nel caso dell'**asta dell'11 marzo**, la retention quote è pari al **23,8%**, superiore alla media storica.

Questo sistema permette alla Germania di evitare pesanti e repentini aumenti dei rendimenti sui titoli sovrani nazionali anche in presenza di un consistente invenduto. Nondimeno, il fatto che la Germania – tradizionale “porto sicuro” nel mercato dei titoli sovrani europei – riscontri difficoltà nel raccogliere sottoscrizioni per il proprio debito è un fatto degno di nota. In effetti, nei giorni successivi all'asta dell'11 marzo i rendimenti sul Bund decennale sono ulteriormente cresciuti, superando la soglia del 3%.

¹ R. Sommella, *Un fiasco l'asta Bund, tassi ai massimi dal 2023. Che succede a Berlino?*, MilanoFinanza, 13 marzo 2026.

² Le informazioni che seguono possono essere reperite sul sito della [Bundesrepublik Deutschland Finanzagentur GmbH](https://www.bundesanlei.de), nella parte dedicata alle Issuances delle Federal Securities.

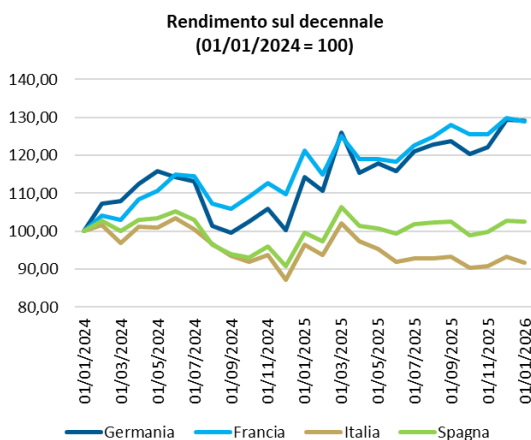
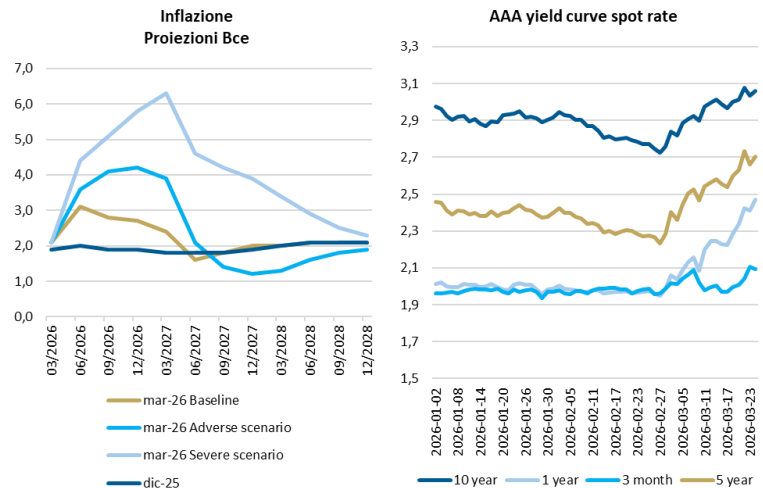
Perché tensione sui Bund?

Il parziale fallimento del collocamento della tranche di debito dell'11 marzo e i successivi movimenti al rialzo del rendimento sul Bund decennale riflettono innanzitutto il **clima di incertezza** e preoccupazione attorno alle conseguenze del **conflitto militare in Medio Oriente**. La crescita dei prezzi di petrolio, gas e in generale delle fonti energetiche – oltre ad una vasta serie di altri prodotti che transitano per l'area, come fertilizzanti e alluminio – ha infatti riacceso di timori di:

- Un **ritorno dell'inflazione** in Europa su livelli analoghi a quelli del 2022;
- Conseguentemente, nuovi **rialzi dei tassi di interesse** da parte della Bce.

Gli operatori di mercato stanno quindi anticipando uno spostamento verso l'alto della curva dei tassi in conseguenza della guerra in corso e del suo impatto sulla politica monetaria dell'eurozona.

Nel caso della Germania, queste spinte rialziste si inseriscono **in un contesto di rendimenti dei Bund già in crescita** prima dello scoppio della guerra in Iran.



Fonte: US Fred
Valori mensili, misurati al primo del mese, tra l'1/01/2024 e l'1/01/2026.

Alla base di tale andamento si riscontrano principalmente due motivi:

- Un pil che, pur tornato in territorio di espansione nel 2025, continua a esibire **tassi di crescita prossimi allo zero**;
- L'attesa di un rilevante **aumento dell'offerta di titoli di Stato tedeschi** sul mercato, aumento necessario per portare avanti i piani di spesa annunciati dal governo a inizio 2025.

In ultima analisi, perciò, la salita tendenziale dei rendimenti dei Bund si spiega alla luce delle preoccupazioni che circondano le prospettive

dell'economia tedesca. La domanda che i mercati si pongono con crescente insistenza è: il 2026 sarà finalmente l'anno del ritorno della Germania a una solida espansione del pil?

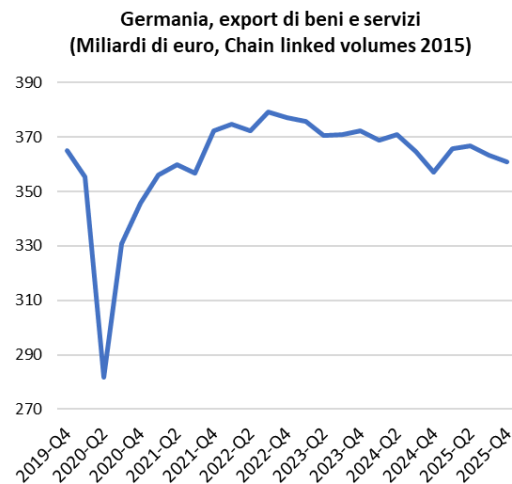
Crescita in dubbio

Ancora nei primi due mesi dell'anno corrente – prima dello scoppio della guerra – gran parte delle agenzie internazionali di previsione economica stimavano un ritorno della Germania a un tasso di crescita pari o di poco superiore all'1% nel 2026.

Tre driver di crescita avrebbero dovuto, in particolare, contribuire a risollevare l'economia tedesca dalla situazione di difficoltà nella quale versa ormai dal 2019:

I. Il ritorno alla crescita dei **consumi privati**, in conseguenza soprattutto del **calo del tasso di inflazione** e del recupero dei salari reali dopo lo shock inflazionistico del biennio 2022-23.

II. Il ritorno alla crescita delle **esportazioni nette**, dopo oltre due anni di export in calo a causa di una molteplicità di fattori, tra cui le conseguenze della crisi energetica del 2022-23, dell'intensificarsi della concorrenza cinese – specie nel settore *automotive* – e dell'incertezza legata alle politiche commerciali statunitensi. Nel 2026 – questo il giudizio di molti analisti ancora sul finire del 2025 – l'impatto di questi fattori negativi si sarebbe dovuto attenuare.



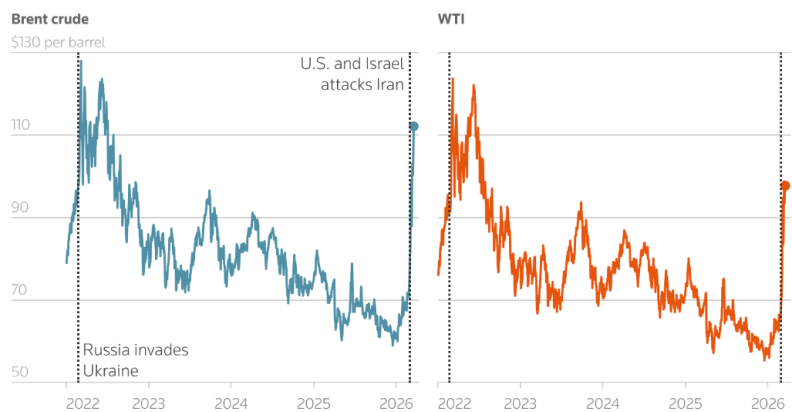
III. Soprattutto, un rilevante impulso alla crescita era atteso provenire dal **Sondervermögen – il fondo da 500 miliardi** messo a disposizione dal governo per il quinquennio 2026-30 e finalizzato alla realizzazione di **investimenti in difesa e infrastrutture**. Scopo di questi investimenti, oltre alla riorganizzazione delle forze armate del Paese, è quello di rilanciare la produttività dell'economia tedesca, che soffre da decenni di una carenza di investimenti pubblici e che sta vedendo scemare la propria competitività internazionale.

La prospettiva di un ritorno alla crescita sulla scia di queste tendenze e fattori in gioco è stata però **messa in dubbio** nel corso delle ultime settimane:

I. In pochi giorni, il **conflitto in Medio Oriente** ha fatto esplodere i prezzi del petrolio, con il Brent cresciuto dai circa 70 dollari al barile di fine febbraio agli oltre 110 del 27 marzo e il WTI salito da 60 fino alla soglia dei 100, già più volte superata per brevi momenti. L'attacco alle infrastrutture del gas naturale in Qatar e non solo ha inoltre già causato una significativa

War tightens oil supplies and pushes prices to near four-year high

Benchmark oil prices per barrel



Note: Latest data as of March 19, 9:45 a.m., EST

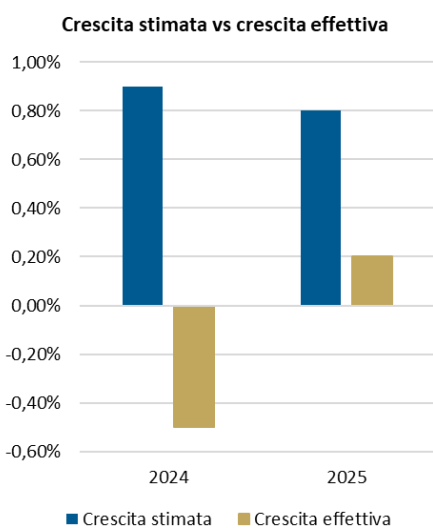
riduzione dell'offerta di LNG sui mercati mondiali – e su quello europeo in particolare³. Che questi andamenti finiscano per riflettersi in una **rilevante crescita dell'indice generale dei prezzi** è uno scenario ritenuto sempre più probabile.

II. Non solo le incertezze riguardo la politica daziaria Usa non sono affatto rientrate, ma soprattutto lo scoppio di un conflitto in una delle aree di transito commerciale più importanti al mondo comporterà **interruzioni e pesanti rincari sulle catene di approvvigionamento** – un nuovo

³ M. Cembalest (JPMorgan), *Pandora's Bog: the global energy shock of 2026*, March 21, 2026.

colpo alla competitività tedesca. La strada di una ripresa sotto la spinta delle esportazioni appare ad oggi difficilmente percorribile.

- III. Di grande rilevanza è infine la notizia riportata da due degli istituti di ricerca economica più importanti della Germania – l'*Institut der deutschen Wirtschaft* (IDW) e l'Ifo Institut – secondo i quali **gran parte delle risorse** finora raccolte nell'ambito del **Sondervermögen non andranno a nuovi progetti di investimento**. Saranno invece usati – all'86% secondo l'IDW e addirittura al 95% secondo l'Ifo Institut – per coprire poste del bilancio ordinario dello Stato⁴. In altre parole, il debito è aumentato, ma non è stato indirizzato a quelle finalità – difesa, infrastrutture, transizione energetica – per le quali il fondo era stato pensato. Anche il rilancio degli investimenti pubblici si sta quindi rivelando più complesso del previsto. Peraltro, lo scoppio della guerra e i conseguenti rincari costringeranno in ogni caso lo Stato tedesco ad un esborso maggiore di quanto originariamente previsto, con impatto maggiorato sul debito.



Del resto, il fatto che l'economia tedesca fatichi a recuperare una stabile traiettoria di crescita non dovrebbe ormai stupire: a ottobre 2023, il FMI stimava una crescita dello 0,9% per la Germania nel 2024 (-0,5% il dato effettivo); un anno dopo, a ottobre 2024, la crescita stimata per il 2025 era dello 0,8% (0,2% il dato effettivo); a distanza di un altro anno, a ottobre 2025, il FMI prevedeva un aumento del pil dello 0,9% nel 2026, incrementato all'1,1% nell'edizione di gennaio dell'anno corrente – sulla scia delle speranze legate allo sblocco del nodo del freno al debito (*Schuldenbremse*).

Ad oggi diverse società di analisi economica stanno rivedendo al ribasso le stime di crescita per il 2026: il già citato Ifo-Institute, ad esempio, ha recentemente ridotto di 0,5 punti percentuali –

da +1,3% a +0,8% – le proprie stime di crescita per l'anno in corso, con ulteriori probabili revisioni a seguito degli eventi in Iran.

Da questa serie di progressive revisioni al ribasso si può evincere una sola cosa: **le sfide oggi affrontate dall'economia tedesca sono profonde e strutturali**, e quindi non tali da poter essere affrontate in un'ottica di breve periodo⁵.

Repricing del Bund e Spread

L'ormai pluriennale **crisi tedesca** sembra insomma destinata a **proseguire almeno per tutto il 2026**. Ciò sta conducendo ad un lento ma costante **repricing del debito pubblico** del Paese, un trend a sua volta destinato a consolidarsi nei mesi a venire.

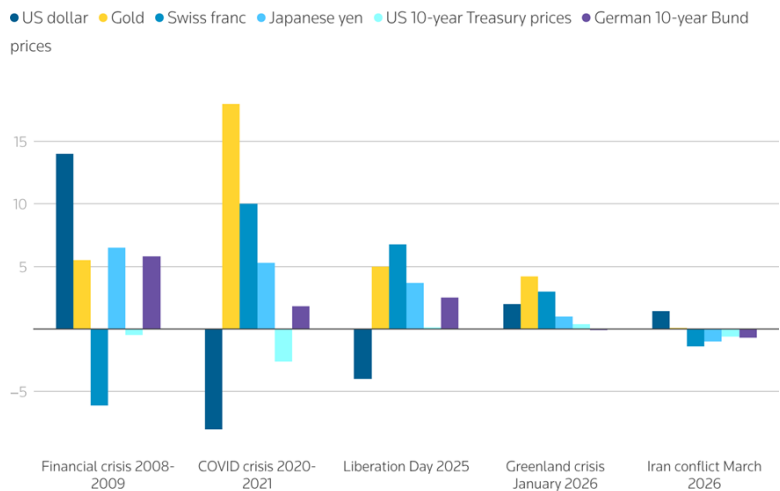
⁴ T. Hentze (IDW), *86 Prozent des Sondervermögens im Jahr 2025 zweckentfremdet*, 17 marzo 2026; C. Fuest, *Die Zweckentfremdung der Sonderverschuldung für Infrastruktur und Klimaschutz muss gestoppt werden!*, 19 marzo 2026.

⁵ Sulle ragioni strutturali della crisi tedesca si veda il nostro Focus *Locomotiva d'Europa o Sick Man of Europe? Le prospettive dell'economia tedesca*, giugno 2024.

In questo senso, il mercato dei titoli sovrani europei sta attraversando una fase di profondo cambiamento: nei circa vent'anni precedenti lo scoppio della pandemia Covid-19, il **Bund** ha esibito l'andamento tipico dei **safe asset**, crescendo in valore in corrispondenza di shock economico-finanziari negativi quali il fallimento di Lehman Brothers nel 2008. Tale proprietà dei titoli sovrani tedeschi, come riporta Reuters, si è tuttavia **notevolmente attenuata nel corso del tempo**, fino sostanzialmente ad annullarsi in questi primi mesi del 2026⁶.

German bonds face stiff competition for safe-haven cash

Since the financial crisis, investors are more likely to scoop up gold or Swiss francs



Quel che **resta da capire** è in che misura tale *repricing* del debito pubblico tedesco impatterà quello degli altri Paesi dell'Eurozona: in una recente ricerca, la Bce ha evidenziato come storicamente siano stati soprattutto gli investitori europei a trattare il Bund come un asset rifugio in tempi di grandi turbolenze⁷; il **rischio per un Paese come l'Italia**, perciò, è quello di essere vittima del medesimo processo di *repricing* del rischio sovrano, con i mercati che potrebbero richiedere un maggiore premio al rischio sui titoli italiani rispetto ai corrispettivi tedeschi; è precisamente questo che è accaduto nelle ultime settimane, che hanno visto un **riallargamento dello spread Btp-Bund** dai circa 70 punti di fine febbraio ai **114 del 27 marzo**. Tuttavia, è nostra convinzione che l'attuale riapertura dello spread sia **destinata ad avere breve durata**. Sul medio termine, riteniamo al contrario verosimile un suo ritorno a valori più contenuti, coerentemente con la dimostrata capacità delle finanze pubbliche italiane di tornare a registrare surplus primari già a partire dal 2024.

Autori: Vladimiro Giacché, Michele Tonoletti

U.O. Studi e Marketing Strategico

Direzione Comunicazione, Studi e Innovazione Digitale

Banca del Fucino

Dati aggiornati al 29 marzo 2026

Le informazioni e i dati contenuti nel presente Documento non costituiscono una ricerca in materia di investimenti o una raccomandazione, una sollecitazione né un'offerta, invito ad offrire o messaggio promozionale finalizzata/o alla sottoscrizione, alla vendita, all'acquisto, allo scambio, alla detenzione o all'esercizio di diritti relativi a prodotti e/o strumenti finanziari e/o a qualsiasi investimento in emittenti in esso eventualmente menzionati.

⁶ S. Rebaudo (Reuters), *German bonds slip from most favoured havens in safety dash*, March 5th, 2026.

⁷ T. Nenova, *Global or regional safe assets: evidence from bond substitution patterns*, ECB Working Paper Series No 3159, 2026.