

Allianz Research | 19 Febbraio 2026 | Serie *Il futuro dell'Europa*

Eurobond: un'occasione cruciale per rafforzare la strategia europea

Ludovic Subran
Chief Investment Officer & Chief
Economist
ludovic.subran@allianz.com

Patrick Krizan
Senior Investment Strategist Rates
patrick.krizan@allianz.com

Dorian Simon
Rates Strategist
dorian.simon@allianz.com

In sintesi

L'autonomia strategica è diventata la stella polare dell'Europa in un mondo sempre più frammentato, quasi dieci anni dopo il primo discorso alla Sorbona del Presidente Macron. Ma cosa servirà davvero per raggiungerla? Nelle prossime settimane, nella nostra serie "Il futuro dell'Europa", analizzeremo le riforme, gli strumenti e gli investimenti necessari — dalla politica commerciale alla sicurezza energetica, fino al ruolo dell'euro — che permetteranno all'Europa di affrontare le proprie dipendenze e vulnerabilità più critiche. Oggi esploreremo il tema degli Eurobond, tornati al centro del dibattito mentre gli sforzi europei in materia di difesa richiedono nuove opzioni di finanziamento.

Dall'America all'Europa: dove oggi si rifugia il capitale globale. Il capitale globale converge sempre più verso il debito denominato in euro, mentre l'attrattiva dei Treasury statunitensi come bene sicuro si indebolisce. Sostenuto da solidi fondamentali strutturali, da un'ampia capacità di bilancio e da una liquidità significativamente superiore (2.000 miliardi di euro di liquidità in eccesso contro i 300 miliardi di dollari negli USA), l'euro ha una nuova opportunità per rafforzare il proprio ruolo globale, in un contesto di crescenti esigenze di investimento in Europa e di maggiore domanda di alternative al dollaro. Per cogliere questa opportunità, sarà necessario ampliare la disponibilità di collaterale sicuro di almeno 1.000–3.000 miliardi di euro entro il 2035. Gli Eurobond strategici destinati al finanziamento comune di difesa, cambiamento climatico e infrastrutture rappresentano la soluzione più efficace. In futuro, uno strumento più flessibile — gli "EU-Jumbos" — potrebbe ridurre le frizioni istituzionali e politiche in un'Unione Europea che procede a due velocità.

Europa: il gap non è nella domanda, ma nei volumi. L'intero stock europeo di beni sicuri, pari a 8.000 miliardi di euro, equivale soltanto al valore dei Treasury USA detenuti all'estero. La nostra analisi sulla convenienza yield evidenzia che l'Europa non sta sfruttando appieno il potenziale di emissione degli Eurobond. Eurobond e titoli sovrani con rating elevato (in particolare i Bund tedeschi) sono strumenti complementari, non concorrenti. Sarebbero necessari almeno 1.000 miliardi di euro di ulteriori emissioni di Eurobond prima che emergano effetti di sostituzione. Tali effetti, peraltro, potrebbero rimanere limitati, poiché i mercati già incorporano nei bond governativi europei un comune fattore di rischio fiscale.

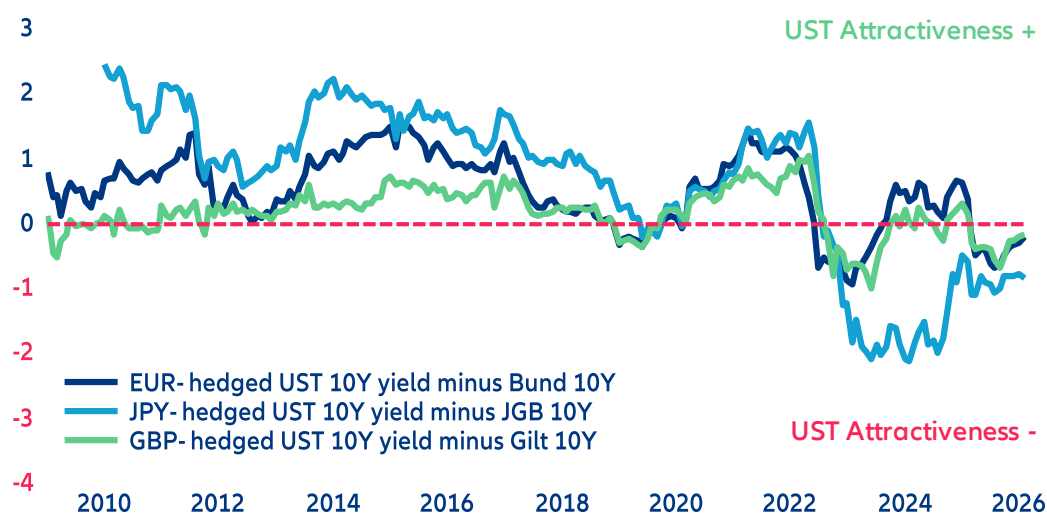
Una curva Eurobond liquida richiede più emissioni. Raccomandiamo un approccio su due fronti: (i) aumentare le emissioni di Eurobond sulla parte molto breve della curva (EU-Bills), così da fornire più collaterale sicuro ai mercati globali dei finanziamenti e sostenere l'internazionalizzazione dell'euro negli asset digitali e nei sistemi di pagamento; (ii) incrementare le emissioni di Eurobond più a lungo termine orientati a progetti (per la difesa o il cambiamento climatico) per un importo di 500 miliardi di euro.

Sempre più leader europei sostengono l'ampliamento dell'emissione di debito congiunto per rafforzare l'autonomia strategica

Sulla scia del programma Next Generation EU (800 miliardi di euro), varato durante la crisi del Covid-19, sta emergendo un consenso politico tra diverse figure di primo piano — dal Presidente della Bundesbank Nagel al Presidente francese Macron fino alla Presidente della BCE Lagarde — a favore dell'estensione delle emissioni comuni di debito per affrontare temi strategici come la difesa e la transizione climatica. Si sta infatti riaprendo uno spazio competitivo per l'euro, dato che le crescenti esigenze di investimento dell'Europa coincidono con un aumento della domanda globale di alternative sicure agli asset in USD. Un contesto simile si era già verificato nei primi anni 2000, quando la quota del dollaro nel debito internazionale in circolazione scese dal 60% al 40%, mentre le emissioni denominate in euro guadagnavano terreno. Tuttavia, l'inversione di tendenza dopo la Grande Crisi Finanziaria (GFC) e la crisi dell'euro ha dimostrato che queste finestre di opportunità si chiudono rapidamente se l'ecosistema finanziario non cresce in modo adeguato.

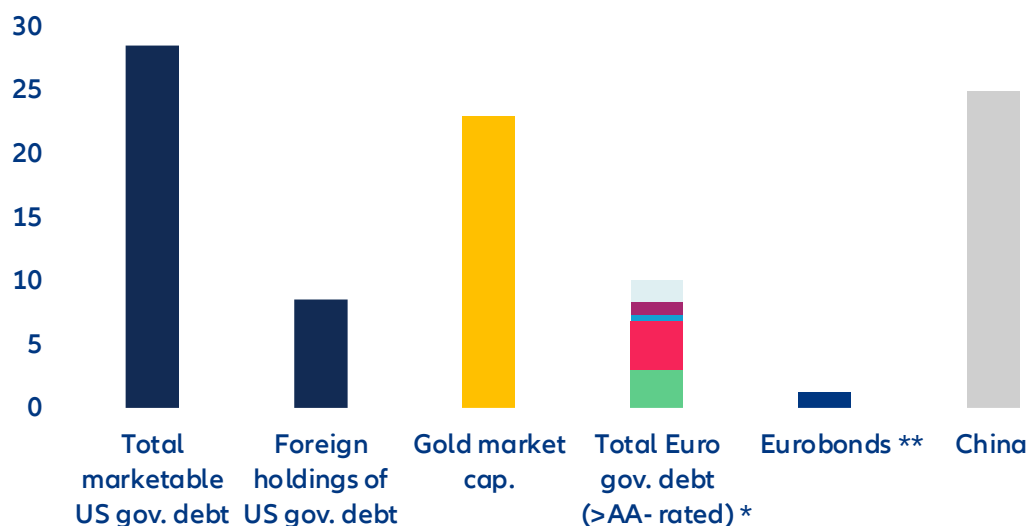
Per quasi quattro decenni, il governo statunitense ha potuto finanziare i propri deficit grazie alla domanda globale di beni rifugio, potendo così sostenere un "deficit senza lacrime". Ma la crisi dei subprime del 2008 ha messo a nudo fragilità strutturali, alimentando i primi dubbi sulla credibilità istituzionale degli Stati Uniti e sulla resilienza del loro sistema monetario. Per evitare un collasso sistemico, la Federal Reserve ha dovuto intervenire salvando le banche e ampliando massicciamente il proprio bilancio. Nel frattempo il finanziamento estero è passato dall'intermediazione delle banche private a una dipendenza diretta dalla liquidità fornita dalla Fed. Le banche, soggette a vincoli patrimoniali più stringenti, hanno ridotto la capacità di assorbire le emissioni di Treasury. Con l'esplosione dei deficit fiscali, soprattutto dopo la pandemia di Covid-19, gli investitori non bancari (come gli hedge fund) sono diventati acquirenti marginali di Treasury, utilizzandoli come collaterale per indebitarsi e operare con leva. Una dipendenza da intermediari altamente indebitati crea un equilibrio di finanziamento fragile. Inoltre, l'aumento degli interventi della Fed nel mercato dei repo sottolinea la crescente vulnerabilità del sistema. L'amministrazione Trump ha tentato di stabilizzare la situazione correggendo gli squilibri del dollaro tramite minacce tariffarie, sanzioni statunitensi e, infine, il cosiddetto "Mar-a-Lago Accord", uno strumento volto a fare pressione sugli investitori stranieri affinché continuassero ad assorbire i deficit americani. A ciò si aggiunge la crescente pressione politica sulla Federal Reserve, alimentando ulteriori dubbi sullo status di "safe asset" dei Treasury USA. Gli investitori stanno iniziando a cercare alternative, mentre il sistema monetario globale si avvia verso un nuovo equilibrio meno dipendente dalla credibilità istituzionale statunitense. Di conseguenza, i Treasury risultano sempre meno attrattivi per gli investitori esteri (Figura 1). Alcuni hanno smesso di aumentare la loro esposizione; altri cercano rendimenti negli Stati Uniti più che sicurezza.

Figura 1: Il Treasury USA sta perdendo attrattiva per gli investitori stranieri



L'Europa è ben posizionata come alternativa sicura agli asset denominati in USD. Tuttavia, deve ampliare significativamente la propria dotazione di collaterale sicuro, che al momento resta scarso e frammentato. Il volume in circolazione di titoli sovrani e sovranazionali denominati in euro (ad esempio EU, ESM, BEI) con rating pari ad A+ o superiore ammonta ad appena 8.000 miliardi di euro — meno dello stock di Treasury statunitensi attualmente detenuto al di fuori degli Stati Uniti. Paradossalmente, mentre oggi il debito pubblico americano potrebbe risultare eccessivo rispetto al nuovo orientamento più domestico degli Stati Uniti, l'offerta aggregata di debito di alta qualità nell'Eurozona rimane troppo limitata e disomogenea per rafforzare in modo significativo lo status dell'euro come valuta di riserva globale (Figura 2).

Figura 2: Il mercato dei "safe asset" dell'Eurozona è sottodimensionato (volume in circolazione/capitalizzazione di mercato in migliaia di miliardi di USD)



*Il debito pubblico dei governi dell'area euro include Germania, Francia, Spagna, Paesi Bassi, Belgio, Austria, Finlandia e Irlanda.

** Eurobonds: volume in circolazione delle emissioni di UE, MES (ESM) ed EFSF.

Fonti: LSEG Workspace, World Gold Council, Allianz Research

L'emissione di Eurobond come asset sicuro omogeneo dell'area euro rappresenta la soluzione migliore per ampliare la dotazione di safe asset in euro. A nostro avviso, i vantaggi derivanti da un significativo aumento del debito comune — insieme a un rafforzamento del ruolo internazionale dell'euro in termini di autonomia strategica, minori rischi di cambio e costi di finanziamento più bassi per settore pubblico e privato — superano i rischi legati all'azzardo morale, alla competitività e al deterioramento del conto corrente.

Dal bene rifugio transitorio a un asset strategico globale

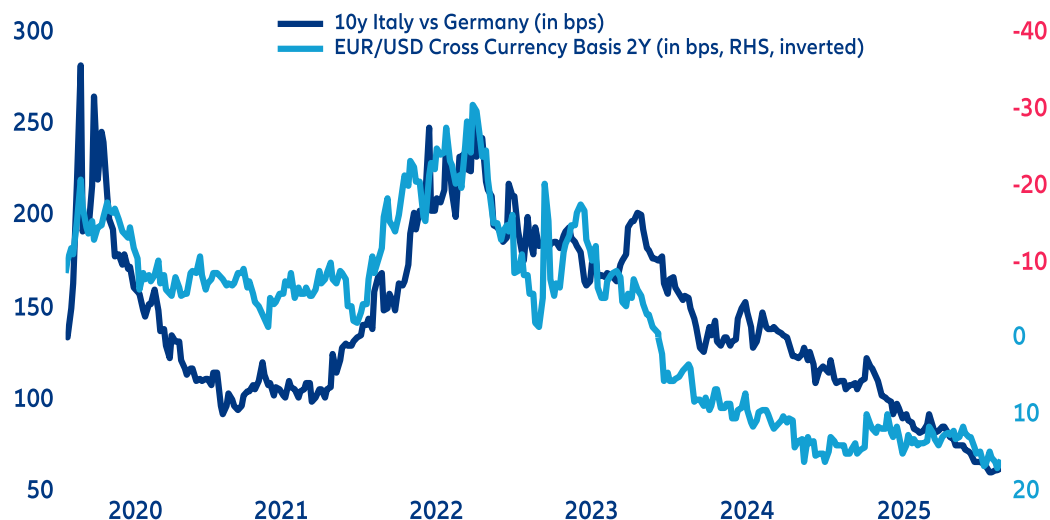
Poiché lo status di bene rifugio dei Treasury statunitensi è sotto pressione, i flussi globali di capitale sembrano orientarsi sempre più verso l'Europa. Diversi segnali vanno in questa direzione. Primo, shock globali come la crisi Covid-19 o il "Liberation Day" non rafforzano più il dollaro, ma tendono piuttosto a indebolirlo — in netta inversione rispetto al classico schema di "flight to quality". Secondo, durante le fasi di restrizione della liquidità negli Stati Uniti, l'euro spesso si è apprezzato invece di deprezzarsi. Ciò suggerisce che il differenziale di liquidità tra Stati Uniti ed Eurozona — ben rappresentato dal differenziale degli swap spread, una proxy della pressione relativa sull'offerta di debito — si sia spostato a favore dell'Europa.

Infine, in un contesto di rischi geopolitici crescenti, riflessi nell'ampliamento del cross-currency basis (il costo di

copertura della volatilità valutaria), i titoli di Stato dell'Eurozona hanno attirato una domanda aggiuntiva. Ciò è evidente, ad esempio, nel comportamento dello spread BTP-Bund a 10 anni, indicatore della percezione del rischio sistemico nell'Eurozona, che è rimasto relativamente stabile nonostante le turbolenze globali.

Nel complesso, questi segnali indicano che l'Europa sta emergendo come una destinazione sempre più attraente per i capitali globali (Figura 3).

Figura 3: Il premio per il rischio degli Stati Uniti è l'impulso di liquidità dell'Europa.



Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

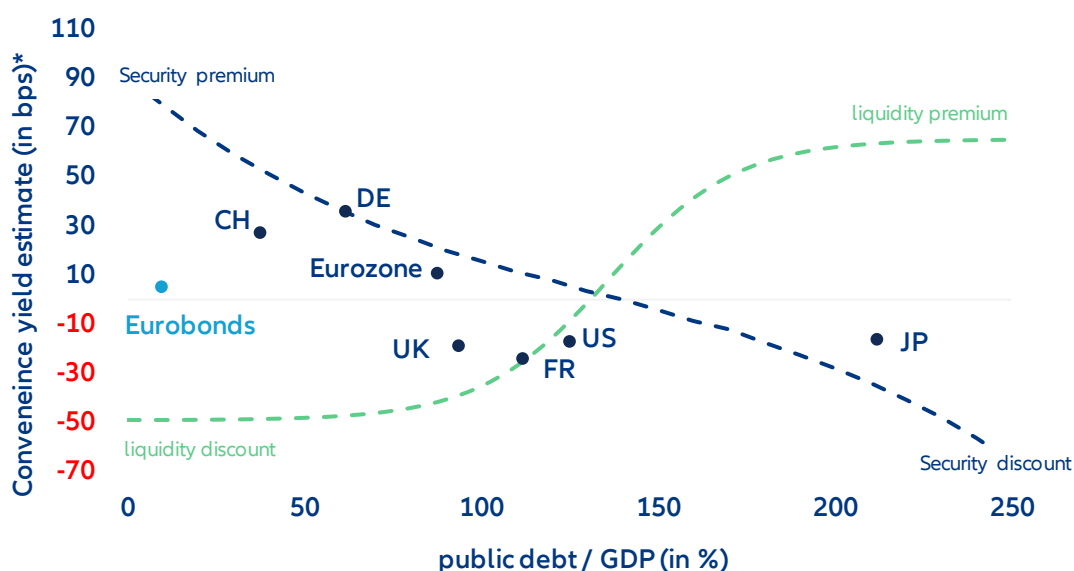
L'attrattiva relativa dell'Europa si basa su solidi fattori strutturali — mercati dei capitali profondi e aperti, stato di diritto e un grande mercato unico — con libera circolazione dei capitali, in contrasto con i controlli sui capitali della Cina e l'incertezza politica negli Stati Uniti. L'Europa può offrire un asset sicuro, liquido, legalmente tutelato e geopoliticamente più neutrale. Il contesto di liquidità e di politica economica rafforza ulteriormente il vantaggio relativo dell'Europa. Negli Stati Uniti, la Federal Reserve è costretta a sostenere la liquidità di finanziamento perché la capacità di bilancio del settore privato di assorbire i Treasury è ormai esaurita. A nostro avviso, ciò indica che gli investitori globali stanno utilizzando sempre più l'Europa — e in particolare i mercati "core" come i Bund tedeschi — come sostituto globale del safe asset statunitense. A differenza del Giappone, che sta restringendo la propria posizione e rimpatriando capitale, riducendo così la sua presenza nei mercati obbligazionari internazionali, l'Europa ha la capacità di espandere il proprio ruolo a livello globale. Il mercato monetario dell'euro offre inoltre condizioni di finanziamento più stabili rispetto agli Stati Uniti, con un livello di liquidità in eccesso ancora molto elevato nell'Eurozona. Stimiamo che la liquidità in eccesso superi i 2.000 miliardi di euro (contro soli 300 miliardi di dollari in USD), pronti a essere assorbiti tramite l'emissione di titoli a breve o obbligazioni. L'Europa dispone quindi della potenza di fuoco necessaria per intercettare una parte significativa dei flussi di liquidità globali alla ricerca di un'alternativa sicura ai Treasury americani. In effetti, oggi l'Europa rappresenta di fatto il bene rifugio transitorio più sicuro; ha il potenziale per diventare il bene pubblico globale che il mondo sta cercando.

Lo status di "safe asset" degli Stati Uniti è messo in discussione, mentre gli asset sicuri europei hanno spazio per espandersi

Gli asset globali considerati sicuri vengono scambiati a prezzi più alti (e quindi con rendimenti più bassi) rispetto a debiti con rischio comparabile grazie alla combinazione di elevata sicurezza (ossia la presenza credibile di un prestatore di ultima istanza) e alta liquidità (profondità del mercato e utilità come collaterale). Questo premio di sicurezza e liquidità — noto come *convenience yield* — può essere significativo. Dagli anni '60 alla fine degli anni '90, il governo degli Stati Uniti ha beneficiato di un vantaggio di costo di finanziamento pari a circa 200 punti base. Dopo la Grande Crisi Finanziaria, la *convenience yield* statunitense è scesa a 75–50 punti base. Oggi gli Stati Uniti

hanno completamente esaurito questo margine: la convenience yield è diventata negativa per la prima volta all'inizio del 2025 e non si è più ripresa. Questo fenomeno illustra il "dilemma della convenience yield". Le sue due componenti — sicurezza e liquidità — si muovono in direzioni opposte. Una maggiore emissione di debito aumenta la liquidità (più collaterale disponibile, mercato più grande e meno frizioni), ma riduce la sicurezza. In altre parole, la funzione della liquidità è crescente, mentre quella della sicurezza è decrescente. Tuttavia, la funzione della liquidità tende a stabilizzarsi ai suoi estremi (Figura 4): ciò significa che, oltre un certo punto, un'ulteriore emissione non genera un aumento marginale del premio di liquidità, ma continua a erodere il premio di sicurezza. Esiste dunque un punto ottimale in cui il livello massimo di emissioni incontra il livello minimo di sicurezza richiesto. Gli Stati Uniti hanno superato questo punto, così come Francia, Giappone e Regno Unito. La Germania e l'Eurozona nel suo complesso, invece, beneficiano ancora di una convenience yield positiva, disponendo quindi di un margine sul lato dell'offerta. Considerando i soli Eurobond, la loro convenience yield è relativamente bassa ma fortemente distorta: dovrebbero beneficiare di un elevato premio di sicurezza, ma sono penalizzati da uno sconto di liquidità di circa 50 punti base. In breve: mentre il Treasury USA ha spinto troppo oltre il proprio premio di liquidità, l'Europa è stata fin troppo prudente in termini di emissione di Eurobond.

Figure 4: Il dilemma della *convenience yield*: sicurezza decrescente vs liquidità crescente.



*Le convenience yield sono stimate come media di proxy sintetici (tassi swap, obbligazioni estere AAA con copertura valutaria, obbligazioni corporate AAA/AA corrette per il rischio tramite CDS) e della inter-sovereign convenience yield, calcolata creando in modo sintetico un tasso di currency swap a tasso fisso contro fisso utilizzando dati sui tassi swap e sui cross-currency basis swap. Le funzioni di sicurezza e liquidità sono rappresentazioni stilizzate ricavate dalle curve dei singoli emittenti. Esse convergono nella parte centrale, ma possono mostrare pendenze diverse agli estremi.

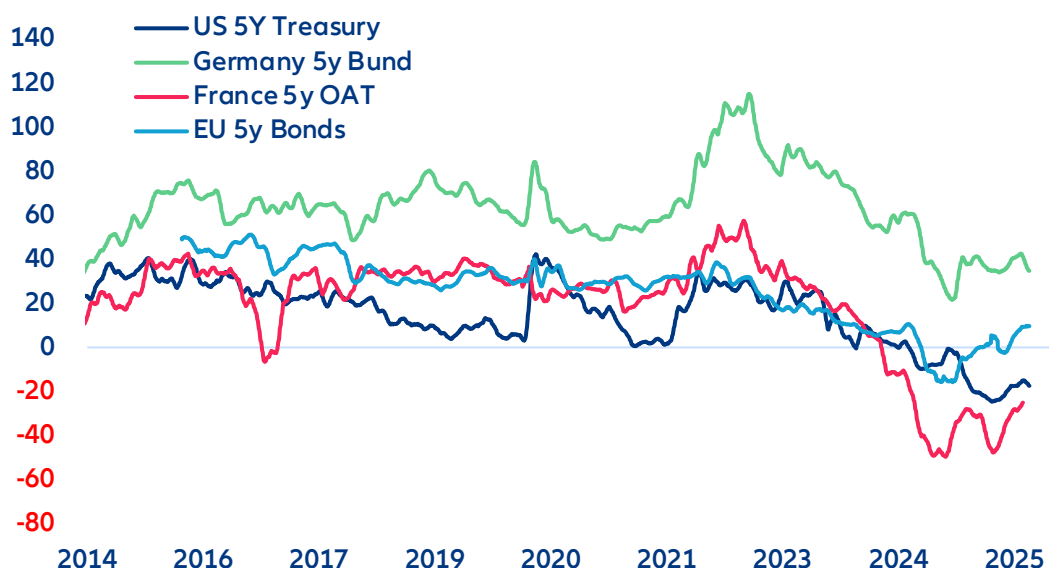
Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

Non vi è alcun trasferimento di *convenience yield* dalla Germania agli Eurobond — per ora

Questo spiega anche perché, attualmente, Eurobond e Bund tedeschi coesistono come strumenti complementari, non concorrenti. Le loro convenience yield si muovono insieme, non in opposizione. La ragione è strutturale: gli Eurobond sono sicuri ma poco liquidi, mentre i Bund combinano sicurezza con una liquidità di mercato superiore. A volumi di emissione attuali, non si osserva alcun trasferimento significativo di convenience yield dai Bund agli Eurobond. Le differenze strutturali tra Bund ed Eurobond emergono con maggior evidenza nelle fasi di stress. Durante lo shock del Covid-19 e l'ondata inflazionistica del 2022, la convenience yield dei Bund è aumentata, poiché la ricerca di sicurezza si è concentrata sullo strumento più liquido disponibile. Gli Eurobond, pur avendo una qualità creditizia comparabile, hanno mostrato una reazione minima, perché il loro vincolo principale è la liquidità, non la sicurezza (Figura 5). Stimiamo che siano necessari ulteriori 1.000 miliardi di euro di nuove emissioni di Eurobond

prima che emergano effetti di sostituzione significativi sul mercato dei Bund. Al di sotto di questa soglia, un aumento delle emissioni di Eurobond non intacca la convenience yield dei Bund.

Figure 5: Evoluzione della convenience yield per diversi emittenti*



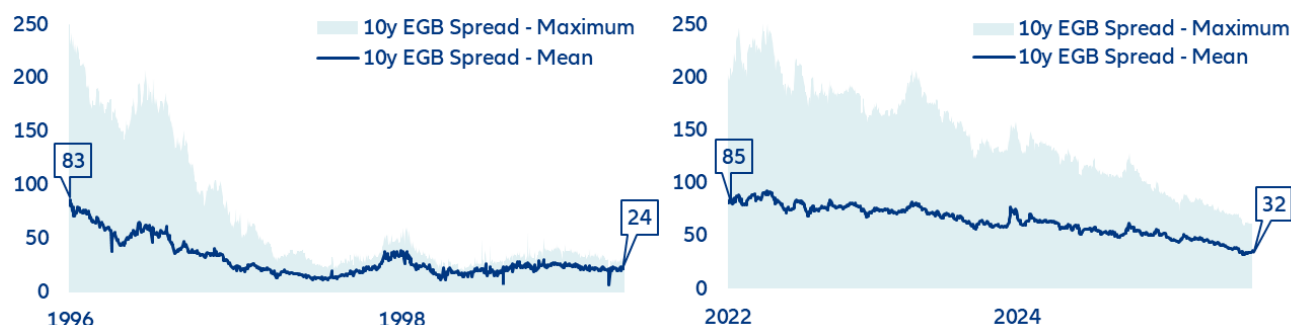
* Le convenience yield sono stimate come media di proxy sintetici (tassi swap, obbligazioni estere AAA con copertura valutaria, obbligazioni corporate AAA/AA corrette tramite CDS) e della inter-sovereign convenience yield, calcolata creando in modo sintetico un tasso di currency swap fisso-per-fisso utilizzando dati sui tassi swap e sui cross-currency basis swap.

Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

I mercati stanno già prezzando un fattore di rischio fiscale comune nei titoli di Stato dell'area Euro

I titoli di Stato europei (EGB), in particolare quelli dell'Europa meridionale, sono in una forte fase di convergenza dal 2022. Lo spread a 10 anni dei titoli italiani rispetto ai Bund tedeschi si è ridotto da un picco superiore a 250 punti base agli attuali circa 60 punti base. Anche gli spread degli emittenti periferici come Spagna e Portogallo si sono ristretti di circa 100 punti base rispetto ai massimi del 2022. Tale convergenza è strettamente legata all'erogazione dei fondi del Next Generation EU, soprattutto per Spagna, Italia, Grecia e Portogallo, insieme a un quadro politico più stabile. Stimiamo che dal 2021 l'effetto sulla crescita del solo NGEU ammonti complessivamente a +1,0–1,2 punti percentuali, accompagnato da un rafforzamento delle loro posizioni fiscali. Questo miglioramento dei fondamentali è responsabile del 30–50% del recente restringimento degli spread. In assenza del NGEU, lo spread decennale rispetto al Bund sarebbe oggi più alto di +41 punti base per l'Italia, +20 punti base per la Spagna e +35 punti base per il Portogallo. Ciò significa che per ogni punto percentuale di PIL ricevuto tramite trasferimenti NGEU, lo spread a 10 anni (rispetto ai Bund) si è ridotto di 2–5 punti base. Il NGEU ha dimostrato gli effetti positivi dell'emissione congiunta, distribuendo più equamente la convenience yield europea tra i diversi Stati membri, con una conseguente riduzione del livello complessivo degli spread EGB e una minore dispersione dei premi per il rischio europei. La recente convergenza degli spread EGB è quindi anche un segnale che i mercati stanno iniziando a prezzare un crescente fattore di rischio sottostante comune. Il fatto che i mercati anticipino i progressi istituzionali europei ricorda la contrazione degli spread avvenuta prima dell'introduzione dell'euro — con la differenza significativa che oggi l'Europa¹ dispone di tutti i meccanismi di protezione necessari per evitare frammentazione e rischi sistemici di rottura. Tuttavia, ciò implica anche che i mercati penalizzeranno gli spread EGB qualora l'Europa non realizzi le aspettative, mettendo potenzialmente a rischio una parte della compressione degli spread indotta dal NGEU (Figura 6).

Figura 6: Spread decennali EGB rispetto alla Germania (in punti base)* - Convergenza durante l'introduzione dell'euro (sinistra) vs con l'NGEU (destra)



*include: Francia, Italia, Spagna, Portogallo, Irlanda, Finlandia, Austria, Paesi Bassi e Belgio

Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

Trasformare l'opportunità in un vantaggio strutturale

Il profilo di emissione degli Eurobond (UE, MES, EFSF) riflette la loro origine come risposta temporanea alle crisi: emissioni opportunistiche sulle scadenze più richieste all'interno di programmi con date di scadenza implicite o esplicite. Questo ha segnalato fin dall'inizio una mancanza di impegno strutturale, compromettendone il potenziale ruolo di riferimento globale nei mercati. Di conseguenza, gli Eurobond continuano a incontrare difficoltà nell'essere inclusi nei principali indici di titoli di Stato, con effetti negativi addizionali sulla loro liquidità. Ciò contribuisce anche a spiegare la composizione distorta della loro base investitori, sbilanciata verso investitori "buy-and-hold" di lungo periodo piuttosto che verso soggetti più orientati alla negoziazione, come asset manager e banche. Per creare un vero benchmark per gli Eurobond — e favorirne l'inclusione nei grandi indici sovrani — la politica di emissione deve quindi trasformarsi in un impegno permanente, così da costruire una curva di riferimento liquida. Attualmente, i volumi in circolazione sono confrontati con la curva benchmark dei Bund tedeschi. Come primo passo, l'emissione di debito congiunto dovrebbe concentrarsi sulla parte più breve della curva (EU Bills) e, in modo opportunistico, su strumenti a più lunga scadenza destinati a finanziare programmi di difesa e transizione climatica (ad esempio "SAFE Bonds" per la difesa europea). Questi strumenti incontrerebbero probabilmente la minor resistenza politica, poiché o non implicano trasferimenti fiscali permanenti (EU Bills), oppure finanziano beni pubblici europei ampiamente accettati. L'attuale mercato dei Bills europei — fornito principalmente da Germania, Francia e Italia — ha un volume di soli 500 miliardi di euro (contro gli 8.000 miliardi di dollari dei T-Bills americani). Per avere un impatto globale significativo, gli EU Bills dovrebbero almeno raddoppiare. Si dovrebbe anche considerare che, anziché emettere titoli a breve nazionali, i singoli Debt Management Office potrebbero farlo all'interno di una struttura "EU-Bill wrapper", ampliando ulteriormente la capacità di emissione. Per quanto riguarda gli Eurobond a più lunga scadenza, un aumento di 500 miliardi di euro rappresenterebbe un passo importante. Concentrandosi sulle esigenze legate alla spesa per la difesa, le emissioni congiunte potrebbero addirittura raggiungere 1.800 miliardi di euro in una fase di accelerazione tra il 2026 e il 2035².

¹ Per un'analisi più dettagliata, si veda la nostra pubblicazione: "Fondo NGEU: il segreto della convergenza degli spread sovrani", 14 novembre 2024, [fondo-ngeu-spread-sovrani.pdf](#)

La creazione di un mercato europeo dei Bills è parte di una strategia più ampia per internazionalizzare l'euro e conquistare quote di mercato oggi dominate (ma in declino) dal dollaro. L'argomento a favore di una maggiore internazionalizzazione della valuta europea è particolarmente forte nel contesto dell'autonomia strategica. Nonostante l'elevato reddito da signoraggio (0,15% del PIL per la BCE contro lo 0,5% della Fed), un euro più internazionale ridurrebbe la dipendenza strutturale dell'Europa dal finanziamento in dollari. Attualmente le banche dell'Eurozona si finanziano per circa il 17% in USD, e il 25% di esse non dispone di un'adeguata liquidità in dollari per coprire tali esposizioni. Spostare una quota maggiore del commercio e della finanza globali verso l'euro ridurrebbe il rischio di cambio per le imprese europee, abbasserebbe i costi di copertura e stabilizzerebbe i ricavi. Rafforzerebbe anche la leva geopolitica dell'Europa, aumentandone la capacità di utilizzare sanzioni finanziarie, resistendo alla coercizione legata al dollaro (come le minacce tariffarie), e riducendo l'esposizione agli effetti di spillover della politica monetaria statunitense. Sviluppare un ecosistema ampio e profondo di finanziamento offshore in euro è essenziale per espandere l'uso globale della valuta. Ciò è coerente con i recenti annunci della BCE relativi all'espansione della *Euro Repo Facility* (EUREP). L'EUREP consentirà alle banche centrali extra-euro di accedere a liquidità in euro dietro collaterale di alta qualità (titoli di Stato, Eurobond). In parallelo, il sistema delle linee swap fornisce a istituzioni estere gli euro necessari per acquistare questi titoli e gestire la liquidità. Questo rafforzerebbe l'autonomia europea mitigando gli effetti di contagio quando si verificano tensioni nei mercati statunitensi, cinesi o di altri paesi. Per aumentare questa capacità, serve più collaterale: gli Eurobond possono svolgere qui un ruolo essenziale se trattati alla pari dei titoli governativi dell'area euro.

Oltre alla stabilizzazione finanziaria, le linee swap consolidano le alleanze diplomatiche dell'Europa con partner che cercano protezione dalla crescente rivalità tra Stati Uniti e Cina. In questo senso, le swap line funzionano come una sorta di "NATO finanziaria". Sempre più governi e investitori desiderano diversificare lontano dalle pressioni strategiche esercitate da USA e Cina, orientandosi verso un'area economica che valorizza ancora mercati aperti anziché un protezionismo a somma zero. Questa dinamica è centrale anche nelle negoziazioni europee con i partner dell'Indo-Pacifico, riecheggiando l'ambizione di Mark Carney di "costruire un blocco commerciale da 1,5 miliardi di persone". Per offrire una reale alternativa, l'Europa deve però dotarsi dell'infrastruttura finanziaria che renda possibile l'autonomia strategica. I benefici di un euro più internazionale sono quindi sia finanziari sia geopolitici: riduzione della dipendenza dalle infrastrutture statunitensi per pagamenti e sicurezza, maggiore competitività delle esportazioni, tutela delle importazioni di materie prime secondo gli standard regolamentari europei, e contrasto alla crescente tendenza del settore privato a rivolgersi ai mercati dei capitali USA. L'ultimo tassello di una strategia efficace per un euro globale è la transizione verso un euro digitale e un moderno mix di moneta pubblica e privata. Le tecnologie basate su blockchain — attraverso valute digitali delle banche centrali e stablecoin — consentono una convertibilità quasi istantanea e a basso costo tra valute senza intermediari. L'Europa dovrebbe quindi costruire un'infrastruttura di stablecoin sostenuta dal nuovo mercato dei Bills europei, garantendone il valore e favorendone l'adozione diffusa nel settore retail. Parallelamente, un e-euro emesso dalla BCE faciliterebbe i pagamenti wholesale, garantendo sicurezza e stabilità transfrontaliera. Questo doppio sistema fornirebbe finanziamenti efficienti e affidabili, rafforzerebbe i flussi di capitale in entrata, aumenterebbe il ruolo internazionale dell'euro, ridurrebbe la dipendenza dalle piattaforme tecnologiche statunitensi e abbasserebbe i costi di transazione per imprese e consumatori, sostenendo la crescita nell'Unione.

L'UE opera sempre più tramite forme di integrazione a due velocità o meccanismi di cooperazione rafforzata, come il proposto "regime 28" per i mercati dei capitali. L'attuale struttura degli Eurobond, che dipende principalmente dalla pianificazione della DG BUDG come DMO di fatto per l'intera Unione, potrebbe non essere sufficientemente flessibile per adattarsi alle esigenze di finanziamento di coalizioni mutevoli intorno a obiettivi strategici. Una struttura di Eurobond più flessibile potrebbe quindi diventare necessaria per accogliere coalizioni di Stati volenterosi senza frammentare il mercato unico. Il modello dei Länder-Jumbo tedeschi e il quadro della Banca Nordica di Investimento offrono un modello valido per emissioni scalabili di Eurobond senza richiedere un'unione fiscale completa o modifiche ai trattati. In questa struttura EU-Jumbo, gli Stati membri parteciperebbero a specifiche emissioni su richiesta, contribuendo proporzionalmente al finanziamento di priorità strategiche come gli acquisti per la difesa, le infrastrutture climatiche o i progetti di transizione energetica. Questo approccio a geometria variabile risolve due vincoli fondamentali. Primo, accoglie priorità politiche mutevoli: quando cresce l'urgenza della

² Hildebrand, P., Rey, H. and Schularick, M., "European Defence Governance and Financing, CEPR, Novembre 2025

difesa o evolvono le esigenze climatiche, la coalizione dei creditori si adatta di conseguenza senza richiedere impegni fiscali permanenti. Secondo, consente la partecipazione degli Stati UE non appartenenti all'Eurozona. Le spese per difesa e clima sono infatti prevalentemente denominate in euro indipendentemente dalla valuta nazionale, e paesi come Polonia o Svezia hanno una domanda naturale di euro e trarrebbero beneficio da costi di finanziamento più bassi grazie a emissioni congiunte. Gli Eurobond diventerebbero EU-Bonds.

Il problema è che gli EU-Jumbo aggiungerebbero un ulteriore livello di complessità a un mercato già frammentato. A differenza delle curve sovrane omogenee, gli EU-Jumbo mostrerebbero inizialmente una dispersione dei prezzi tra le varie tranche, in funzione della composizione dei partecipanti. Tuttavia, se questi strumenti ricevessero un trattamento collaterale equivalente a quello degli Eurobond esistenti e dei titoli sovrani nelle operazioni BCE e nei requisiti patrimoniali bancari, la loro accettazione da parte del mercato diventerebbe realistica. L'ostacolo principale per gli Eurobond è il volume, non la purezza. I mercati degli Eurobond affrontano una sfida di sequenziamento: prima raggiungere la scala, poi perfezionare l'omogeneità. Man mano che le emissioni superano 1–2 trilioni di euro in circolazione, la liquidità migliora, gli spread denaro-lettera si riducono e i prezzi convergono verso un benchmark ponderato sul PIL — una traiettoria già visibile nelle emissioni dal 2021. La partecipazione dei "Big Four" (Germania, Francia, Italia, Spagna) nelle prime emissioni sarebbe essenziale per la credibilità e la creazione del benchmark.

Questo rappresenta un cambiamento culturale per i *Debt Management Office* nazionali, abituati alla piena autonomia nelle emissioni, ma offre comunque maggiore flessibilità rispetto a una struttura di Eurobond completamente federalizzata. I DMO manterrebbero discrezionalità sui livelli di partecipazione, le preferenze di scadenza e la destinazione dei fondi, pur beneficiando di bacini di liquidità più profondi e costi di finanziamento inferiori. Per gli Stati membri più piccoli, che oggi pagano premi di liquidità rilevanti e faticano a mantenere reti di *primary dealer* con calendari di emissioni limitati, il modello EU-Jumbo offrirebbe un sollievo immediato. È lo stesso ragionamento che ha portato i piccoli Bundesländer tedeschi a creare i Jumbo. È importante notare che questo approccio non risolve immediatamente la frammentazione dell'Eurozona: le curve sovrane nazionali continuerebbero a coesistere con gli EU-Jumbo e la biforcazione tra rendimenti dei paesi "core" e "periferia" persisterebbe nel breve periodo. Tuttavia, con l'aumento dei volumi EU-Jumbo e l'approfondimento dell'infrastruttura di mercato, questi strumenti diventerebbero un'alternativa strutturale, ridistribuendo gradualmente le *convenience yield* e riducendo la concentrazione auto-rinforzante nei Bund. Questa soluzione intermedia — pur imperfetta — potrebbe essere l'unica politicamente praticabile per raggiungere un mercato europeo di *safe asset* da 3–5 trilioni di euro, necessario per uno status autentico di valuta di riserva.

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla clausola di esclusione di responsabilità fornita di seguito.

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

Le dichiarazioni qui contenute possono includere potenziali aspettative, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali basate sulle opinioni e assunzioni attuali della direzione e che comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati effettivi, le prestazioni o gli eventi possono differire sostanzialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali deviazioni possono verificarsi a causa di (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nel core business e nei mercati core del Gruppo Allianz, (ii) la performance dei mercati finanziari (in particolare volatilità di mercato, liquidità ed eventi di credito), (iii) la frequenza e la gravità degli eventi di perdita assicurata, inclusi quelli di catastrofi naturali, e lo sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbidità, (v) livelli di persistenza, (vi) in particolare nel settore bancario, l'entità dei default creditizi, (vii) i livelli dei tassi d'interesse, (viii) i tassi di cambio valutarie incluso il tasso di cambio EUR/USD, (ix) cambiamenti nelle leggi e regolamenti, incluse le normative fiscali, (x) l'impatto delle acquisizioni, comprese le relative questioni di integrazione, e le misure di riorganizzazione, e (xi) fattori generali di concorrenza, in ogni caso su base locale, regionale, nazionale e/o globale. Molti di questi fattori potrebbero essere più probabili, o più pronunciati, a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE

La società non si assume alcun obbligo di aggiornare qualsiasi informazione o dichiarazione previsionale qui contenuta, salvo eventuali informazioni che la legge richieda di divulgare.

Allianz Trade è il marchio utilizzato per designare una gamma di servizi forniti da Euler Hermes.