

# Il termometro dei mercati finanziari (5 Settembre 2025)

a cura di E. Barucci e D. Marazzina

08/09/2025 11:12:55



L'iniziativa di Finriskalert.it "Il termometro dei mercati finanziari" vuole presentare un indicatore settimanale sul grado di turbolenza/tensione dei mercati finanziari, con particolare attenzione all'Italia.

- Spread US/GER 10Y: spread tra i tassi di interesse degli Stati Uniti e quelli tedeschi con scadenza 10 anni;
- Prezzo Oro: quotazione dell'oro (in USD)
- Euribor 6M: tasso euribor a 6 mesi.
- Spread 10Y/2Y Euro Swap Curve: differenza del tasso della curva EURO ZONE IRS 3M a 10Y e 2Y;

I colori sono assegnati in un'ottica VaR: se il valore riportato è superiore (inferiore) al quantile al 15%, il colore utilizzato è l'arancione. Se il valore riportato è superiore (inferiore) al quantile al 5% il colore utilizzato è il rosso. La banda (verso l'alto o verso il basso) viene selezionata, a seconda dell'indicatore, nella direzione dell'instabilità del mercato. I quantili vengono ricostruiti prendendo la serie storica di un anno di osservazioni: ad esempio, un valore in una casella rossa significa che appartiene al 5% dei valori meno positivi riscontrati nell'ultimo anno. Per le prime tre voci della sezione "Politica Monetaria", le bande per definire il colore sono simmetriche (valori in positivo e in negativo). I dati riportati provengono dal database Thomson Reuters. Infine, la tendenza mostra la dinamica in atto e viene rappresentata dalle frecce: ↑, ↓, ↔ indicano rispettivamente miglioramento, peggioramento, stabilità rispetto alla rilevazione precedente.

Il termometro dei mercati finanziari						
5-Sep-25		Legenda				
Valutazione complessiva		Calma		↑	miglioramento	
				↔	stabile	
		Tensione		↓	peggioramento	
<b> Mercati italiani</b>						
	5-Sep		29-Aug	22-Aug	15-Aug	8-Aug
Rendimento borsa italiana	-1.39	↑	-2.57	1.54	2.47	4.21
Volatilità implicita borsa italiana	16.01	↔	15.96	14.77	14.74	15.57
CDS principali banche 10Ysub	284.35	↔	284.38	281.93	282.00	283.18
Tasso di interesse ITA 2Y	2.19	↔	2.24	2.21	2.21	2.22
Spread ITA 10Y/2Y	1.35	↔	1.38	1.34	1.30	1.29
<b> Mercati europei</b>						
	5-Sep		29-Aug	22-Aug	15-Aug	8-Aug
Rendimento borsa europea	-0.63	↔	-2.49	0.73	1.89	3.53
Volatilità implicita borsa europea	14.55	↔	14.67	13.41	13.83	14.55
Rendimento borsa ITA/Europa	-0.77	↓	-0.09	0.81	0.59	0.68
Spread ITA/GER	0.87	↔	0.89	0.84	0.73	0.82
Spread EU/GER	0.60	↔	0.61	0.56	0.53	0.55
<b> Politica monetaria, cambi e altro</b>						
	5-Sep		29-Aug	22-Aug	15-Aug	8-Aug
Euro/Dollaro	1.11	↔	1.171	1.172	1.171	1.166
Spread US/GER 10Y	1.44	↑	1.50	1.54	1.54	1.60
Euribor 6M	2.103	↓	2.069	2.077	2.112	2.087
Prezzo Oro	3302	↓	3441	3376	3343	3392
Spread 10Y/2Y Euro Swap Curve	0.60	↔	0.63	0.62	0.67	0.61

- Rendimento borsa italiana: rendimento settimanale dell'indice della borsa italiana FTSEMIB;
- Volatilità implicita borsa italiana: volatilità implicita calcolata considerando le opzioni at-the-money sul FTSEMIB a 3 mesi;
- Future borsa italiana: valore del future sul FTSEMIB;
- CDS principali banche 10Ysub: CDS medio delle obbligazioni subordinate a 10 anni delle principali banche italiane (Unicredit, Intesa San Paolo, MPS, Banco BPM);
- Tasso di interesse ITA 2Y: tasso di interesse costruito sulla curva dei BTP con scadenza a due anni;
- Spread ITA 10Y/2Y : differenza del tasso di interesse dei BTP a 10 anni e a 2 anni;
- Rendimento borsa europea: rendimento settimanale dell'indice delle borse europee Eurostoxx;
- Volatilità implicita borsa europea: volatilità implicita calcolata sulle opzioni at-the-money sull'indice Eurostoxx a scadenza 3 mesi;
- Rendimento borsa ITA/Europa: differenza tra il rendimento settimanale della borsa italiana e quello delle borse europee, calcolato sugli indici FTSEMIB e Eurostoxx;
- Spread ITA/GER: differenza tra i tassi di interesse italiani e tedeschi a 10 anni;
- Spread EU/GER: differenza media tra i tassi di interesse dei principali paesi europei (Francia, Belgio, Spagna, Italia, Olanda) e quelli tedeschi a 10 anni;
- Euro/dollaro: tasso di cambio euro/dollaro;

## Può una banca centrale salvare il pianeta? E non è uno scherzo.

a cura di Roberto Baviera, Politecnico di Milano

03/09/2025 16:26:58



Andavo bel bello sull'alzaia del naviglio grande, come è mia abitudine, ripensando - tutto immerso nei miei pensieri - al noto incipit di Orazio[1], quando mi vedo Mario che mi saluta vistosamente, avendomi riconosciuto in bici nonostante il caschetto. Era seduto in un tavolino di quel bar che si trova dove il naviglio si biforca verso Bereguardo, all'altezza di Abbiategrasso, con tavolini e sedie che ricordano un periodo pre-rivoluzione industriale. Mostrava di godersi beato quel caldo pomeriggio assolato; mai avresti detto di essere ancora a fine febbraio in piena pianura padana.

"Ma tu cosa ci fai qui?" mi viene spontaneo chiedergli.

"A Bob, come resistere con una giornata così, da pieno Climate change! Saranno almeno 25 gradi", afferma solare.

Nonostante il quarto di secolo milanese, le origini romane di

Mario affioravano qua e là, in una parlata oramai quasi senza accento, anche chiamandomi con un soprannome che quasi nessuno usava più. In pensione da neppure due anni, da "sempre" nel trading di bond di ogni specie e natura, dai governativi ai corporate, la sua pancetta - adesso evidente - non avrebbe mai fatto indovinare i suoi trascorsi. Miti e leggende narravano che avesse un pelo sullo stomaco, da misurare rigorosamente in chilometri, che da giovane fosse stato persino coinvolto nello squeeze di alcune aste di BOT, acquistando da solo quasi tutta l'asta, rivendendola - dopo ore - tramite broker compiacenti ad un prezzo folle, a banche consapevoli di non potere negare l'agognato titolo di stato alla propria clientela. E per questo disposte a pagare qualsiasi prezzo. Ma sono probabilmente leggende di quando il mercato era forse più semplice, costituito in prevalenza da BOT people.

"Tu piuttosto, continui a giocare con l'Energy Finance?" continua lui.

### **Carbon Allowance. E derivati: ma semplici forward, Futures e Pronti-contro-Termine**

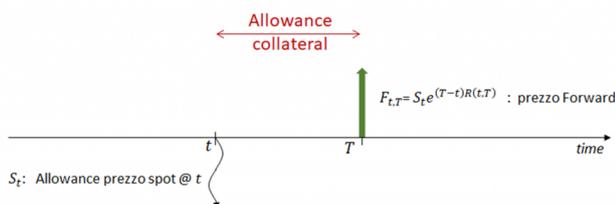
"Si adesso mi sono occupato di derivati su Carbon Allowance, quei contratti alla base del meccanismo di cap&trade per controllare le emissioni di CO2" rispondo.

"Sempre diavolerie con derivati super-complessi, comprensibili solo a te e alla tua cricca?" riprende, consapevole di utilizzare un leitmotiv della carta stampata.

"No Mario, tutto relativamente elementare. In UE, tutte le aziende inquinanti devono consegnare alla fine di aprile una Carbon Allowance per ogni tonnellata di CO2 emessa l'anno solare precedente; una Allowance ti permette (allow) di inquinare per una tonnellata di CO2 e può essere scambiata su un mercato regolamentato. La strategia di trading su Allowance è una semplice strategia di carry trading", gli rispondo.

"Un Pronti-contro-Termine, voi amate sempre utilizzare termini sofisticati" fa Mario, quasi polemico.

"Esattamente. Compri a pronti la Carbon Allowance e vendi a termine tramite il corrispondente Forward o Futures. Un Repurchase agreement o Repo come lo si chiama nel resto del mondo" aggiungo.



**Figura 1:** Flussi di cassa nel Pronti-contro-Termine (Repo). Al pagamento iniziale al tempo  $t$  corrisponde la ricezione del prezzo del Forward in  $T$  che include il tasso complessivo  $R(t, T)$  del Repo, tasso costituito dal C-spread e dal tasso privo di rischio  $\text{€STR}$ . L'Allowance gioca il ruolo del collateral durante la vita del Repo.

"Beh, a questo ci arrivo anch'io, non ci vuole certo un'arca di scienza. Ma piuttosto, quanto so' i volumi scambiati?" mi domanda.

"Un mercato primario di 180 miliardi di Euro ogni anno, anche se i futures scambiano spesso 10 volte di più. Ebbene, si osserva un carry di più dell'1 per cento, dall'inizio del 2013" affermo.

### **Un arbitraggio incredibile, che non dovrebbe essere possibile sul mercato**

M: "Bob, non ti riconosco più: sei proprio diventato un accademico che vive nell'iperuranio dei suoi modellini. Si vede che 8 anni di trading non ti sono serviti proprio a niente! Mo' te stanno a regalà 100 punti base di carry con un titolo emesso dall'Unione Europea. Un arbitraggio del genere non regge più di qualche secondo in un mercato liquido come quello, mica per anni! Magari pretenderesti che questo regalo lo facciamo proprio a te?"

B: "Come darti torto. Quando l'ho visto, ti confesso che è stata la mia prima reazione. Ma la storia è più complicata..."

M: "So' tutt'orecchi. Anche se la vedo difficile che me convinci" replica Mario.

B: "Immagina di essere Sofia Rossi, responsabile finanza di una grossa corporation che opera nel settore energetico e coinvolta nel processo di decarbonization. Immagina che si debba finanziare per un paio di billion (bn)..." riprendo.

M: "... e che magari si ritrova qualche bn di Allowance nello stato patrimoniale" afferma calandosi subito nel ruolo.

B: "Sofia può percorrere due strade. Una è emettere una obbligazione pagando il costo di finanziamento dell'azienda; l'altra è quella di vendere un paio di bn di Allowance (a pronti) e riacquistarli alla scadenza di interesse (a termine)."

M: "E Sofia sceglierà la soluzione che gli costerà meno" aggiunge Mario, mostrando di aver colto subito il punto.

B: "Ti dico di più. Oltre il 40% delle Allowance sono offerte gratis a tutta una serie di aziende che la UE desidera tutelare. E queste Allowance sono date a fine febbraio dell'anno precedente quello in cui vanno consegnate".

M: "Mi vuoi dire che se le ritrovano sul bilancio ben 14 mesi prima! Che bel regalo dalla UE. Ma con questi ammontari di Allowance a disposizione, queste aziende rischiano di coprire tutte le loro necessità in termini di Capex" dice Mario, incredulo.

B: "A volte, anche ben più del loro Capex. In ogni caso, le aziende hanno a disposizione una possibilità di finanziamento semplice ed immediata"

M: "Quindi Sofia, confronterà nel tempo lo spread su  $\text{€STR}$  dei Pronti contro Termine con lo Z-spread su  $\text{€STR}$  del corporate. [2] Che utilizzeranno per stabilire se risulta più conveniente emettere una obbligazione o entrare nel Repo con Carbon Allowance..." afferma Mario, mostrando di aver ben compreso.

B: "E' proprio l'analisi che abbiamo fatto con Michele e Pietro [1]. Il primo spread, quello del Repo lo puoi chiamare Carbon-spread o C-spread -una quantità comune a tutto il mercato delle Carbon Allowance-, ed il secondo è il classico spread di credito dell'azienda di Sofia. In particolare, ci siamo concentrati sui 12 maggiori inquinatori in termini di CO2 nella UE, costruendo un indice che è una media dello Z-spread, che abbiamo chiamato Z-index."

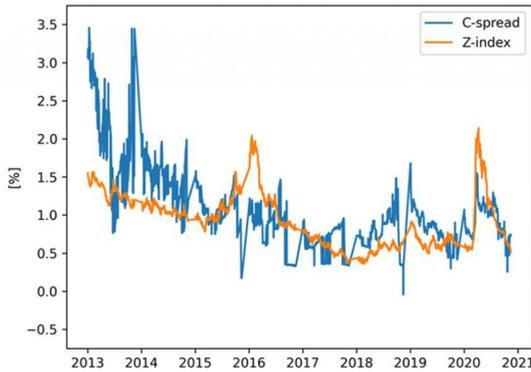


Figura 2: C-spread e Z-index durante tutto il periodo di analisi, l'intera fase III del mercato delle Carbon Allowance. Lo Z-index è stato costruito con lo spread di credito delle 12 aziende più inquinanti in CO2 nell'area UE.

M: "E perché solo dodici?"

B: "A partire dal tredicesimo, le tonnellate di CO2 emesse si riducono di un fattore 10 rispetto al primo della lista."

### La cointegrazione che si osserva

Mentre mi mostra sul suo cellulare la Figura del paper [1] che ha già scaricato, con una capacità tecnologica che certo non mi appartiene, Mario mi domanda "E magari, avete mostrato che le due serie storiche sono correlate?"

B: "Quasi. In questi studi si verifica che le due serie siano cointegrate, cioè che le variazioni prime siano linearmente dipendenti" cerco di spiegare.

M: "Una specie di correlazione dei rendimenti degli spread"

B: "In pratica è proprio questo. Inoltre, verifichiamo attraverso un Error-correction-model che ogni qual volta si verifica una deviazione c'è un ritorno alla media. Sempre statisticamente significativo, per l'intero periodo di analisi."

M: "Magari vorresti anche utilizzare le strategie mean-reverting di cui tu eri un fan... senza stop-loss. Mi ricordo la lavata di capo che avevi ricevuto dal boss; mostragli il backtesting della strategia senza uno straccio di stop-loss!"

B: "Caro Mario, certo che è possibile includere le stop-loss quando si osserva un comportamento mean-reverting, basta disegnare la strategia in maniera ottimale. Lo abbiamo fatto con Tommaso Santagostino-Baldi di JPM, con risultati incredibili (cf. [2])."

M: "Ma Tommaso non faceva il trader da Goldman?"

B: "Per la verità adesso è a Citi. Sai come succede. Questi giovani smart, sono sempre pronti a serfare alla ricerca di lidi migliori, finché trovano onde sempre più sfidanti..."

M: "Comunque, l'inefficienza del Repo -che mi hai mostrato- è proprio impressionante. Un punto percentuale è tantissimo. E il fatto che permanga nel tempo. Mi sembra assurdo che non venga risucchiata subito dal sistema finanziario. Come mai succede?" domanda Mario impietoso.

B: "Le banche operano in questo mercato solo come intermediari. Durante tutto il periodo di analisi l'assorbimento di capitale era pari al 60% del nozionale sia per le Allowance che per i suoi derivati. Con questi costi in termini di capitale di certo in pancia

non si tengono niente, neppure se arriva come collateral in un Repo"

M: "Quindi, le criticità non sono nel mercato delle Allowance ma nel mercato dei Repo di Allowance"

B: "Hai centrato la questione. Perché diventi efficiente, occorre costituire un mercato Repo di Carbon Allowance che sia liquido. Se liquido diventa efficiente".

M: "Ricordo Ban Ki-moon, l'allora segretario generale dell'ONU: <<There is no Plan B, because there is no Planet B>>. Lo aveva dichiarato nel 2014, quasi gridando a New York".

B: "E la situazione da allora non è certo migliorata. La soglia di 1.5 gradi Celsius di riscaldamento globale verrà superata in una manciata d'anni, se non si interviene molto rapidamente. Ad oggi non esistono molte alternative concrete e realizzabili alle Carbon Allowance. Le Allowance costituiscono di fatto l'unico strumento realmente implementato per il contenimento delle emissioni di CO2. E dai primi tentativi nel 2008 in UE sono trascorsi quasi 20 anni; non c'è quindi tempo per tentare di implementarne un altro.

Le Allowance sono uno strumento che utilizza un meccanismo di mercato; questo è assodato. Questo meccanismo deve essere reso efficiente. E non c'è tempo da perdere."

### Ma la BCE cosa c'entra?

M: "Rendere efficiente un mercato Repo, mi dici poco. Bisognerebbe renderlo molto liquido. Solo con la BCE. Mi ricordo durante la Great Financial Crisis. Ti rammenti? Dopo Lehman, non si trovava quasi niente in Repo, neppure GC. [3] Solo quando la BCE ha esteso i panieri di bond ammessi nelle Repo operations in banca centrale, il mercato Repo ripartì. E molto rapidamente."

B: "Basterebbe includere le Carbon Allowance, come collateral ammesso nelle Repo operations della BCE."

M: "Bob, sei sempre il solito. Sembri uno di quei blogger economici da strapazzo. Mi meravigli: non riesci a tenere a mente neppure le basi. La BCE ha un solo mandato: price stability, ovvero mantenere l'inflazione a medio termine nell'area dell'euro al 2%. Non si occupa mica di Climate Change e Carbon Allowance!"

B: "Quanto avviene sul clima ha un impatto significativo sull'inflazione. E le conseguenze possono essere devastanti.

Di sicuro l'impatto sull'inflazione dei cambiamenti climatici sarà molto più ampio di quello a due cifre osservato per la guerra in Ucraina, dove i timori di interruzioni di approvvigionamento si sono limitate a pochi prodotti agricoli (grano/mais e olio di semi), timori che in gran parte non si sono concretizzati. La supply chain europea è molto delicata: l'UE è importatrice netta di molti prodotti agricoli chiave, cruciali per il nostro approvvigionamento. Pensa, ad esempio, solo alla soia e derivati diretti, che influiscono sull'intera industria di trasformazione alimentare in quanto principale fonte di proteine per l'alimentazione degli animali dell'UE: più di 30 milioni di tonnellate all'anno, ovvero più di una dozzina di miliardi di euro all'anno. Quale sarebbe l'impatto secondo te in termini di inflazione se Argentina e Brasile, due dei tre principali fornitori della UE dovessero riscontrare problemi nella produzione dovuti al climate change? Che dici Mario, ti aspetti un'inflazione prossima al 2% in questo scenario?", mi permetto di osservare.

M: "In effetti l'aumento di intensità e frequenza di eventi

meteorologici estremi rendono questo tipo di eventi non più improbabili”, aggiunge Mario.

B: “Questo aumento sembra una conseguenza non solo del livello di concentrazione di CO2 in atmosfera, ma anche dalla sua derivata. La rapidità è stata incredibile: la concentrazione ha fatto registrare in pochi decenni cambiamenti pari a quelli osservati in centinaia di migliaia di anni, ammesso che questi livelli di CO2 siano mai stati osservati dalla comparsa sulla faccia della terra delle prime scimmie antropomorfe...”.

M: “Mi hai convinto. Scusami se entro nel tecnico. Tuttavia la BCE accetta unicamente obbligazioni nelle 7 classi di bond ammessi come collateral; la volatilità delle Allowance sembrano molto maggiori di un bond governativo, forse più comparabile a quella delle azioni”, replica.

B: “In effetti la volatilità delle Allowance non sono oggi molto diverse da quella di un indice azionario. Ti ricordo che la BCE accetta come collateral bond corporate decennali o anche trentennali! Credi forse che la volatilità di questi bond risulti inferiore?”

M: “No di certo, caro Bob. Rimane quindi solo una scelta di opportunità, però sarebbe una cosa mai vista. Secondo te quindi, la BCE potrebbe contribuire a salvare il pianeta!”

A un tratto si leva un intenso colpo di vento -improvviso- e trascina nelle acque del naviglio tavoli, sedie, tovaglie con corde aggrovigliate a cuscini e salviette. In piena val padana. Inaudito a fine febbraio. Mai visto.

“Mario, tutto bene?” gli domando.

Ma Mario, non risponde, non mi sente più. E’ rimasto seduto sulla sua sedia appoggiato sul suo tavolino, un tutt’uno rimasto completamente immobile come se nulla fosse successo. Lo vedo con gli occhi fissi sul cellulare a guardare diagrammi e schemi, o forse già a operare sul mercato... forse sussurra

“No! Non sei pazzo! Non è pazzo! Non è pazzo!”<sup>[4]</sup>

TELA

[1] Azzone, Baviera & Manzoni (2025). *The puzzle of Carbon Allowance spread*. Energy Economics, 146, 108459. Disponibile su <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2025.108459>

[2] Baviera, Santagostino-Baldi (2019). *Stop-loss and leverage in optimal statistical arbitrage with an application to energy market*. Energy Economics, 79, 130-143. Disponibile su <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2018.03.024>

[1] “Ibam forte vià Sacrà, sicùt meus èst mos, nèscio quid meditans nugàrum, tòtus in illis.” “Andavo bel bello per la via Sacra, come è mia abitudine, ripensando - tutto immerso in quelle - a non so quali sciocchezze.” Quintus Horatius Flaccus (Orazio), *Satira del sollecitatore*, Sermones (Satire), I, 9 (30 a.c.). Traduzione dell’autore.

[2] L’Euro Short-Term Rate (€STR) è il tasso di interesse privo di rischio per l’area Euro, pubblicato dalla Banca Centrale Europea (BCE). Lo Z-spread è il classico spread che va aggiunto alla curva €STR per ottenere lo spread di credito dell’azienda dalle sue obbligazioni; la procedura standard utilizzata sul mercato.

[3] General Collateral (GC), il mercato Repo più liquido, che generalmente coinvolge nell’area Euro bond governativi molto scambiati sul mercato.

[4] Pirandello, Luigi (1929). *Enrico IV*, conclusione della tragedia.

---

## Ethereum Staking Queue Overtakes Exits as Fears of a Sell-off Subside

07/09/2025 12:26:52

A surge in staking demand has flipped Ethereum’s validator queues, easing fears of a mass sell-off and reinforcing confidence in long-term ETH staking.

<https://www.coindesk.com/business/2025/09/05/ethereum-staking-queue-overtakes-exits-as-fears-of-a-sell-off-subside>

---

## The digital euro: ensuring resilience and inclusion in digital payments

07/09/2025 12:23:01

Introductory statement by Piero Cipollone, Member of the Executive Board of the ECB, at the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament

<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2025/html/ecb.sp250904~70ab593276.en.html>

---

## Bitcoin Stays Below \$112K After Tough Jobs Report and Fed Cut Bets. What Next?

07/09/2025 12:20:50

The U.S. jobs report revealed only 22,000 job additions in August, far below expectations, increasing the likelihood of a Fed rate cut. Still, BTC remains below \$112K.

<https://www.coindesk.com/markets/2025/09/06/bitcoin-doesn-t-cheer-fed-cut-bets-what-next>

---

Direttore: Emilio Barucci.

© 2021 FinRiskAlert - Tutti i diritti riservati.

Le opinioni riportate negli articoli e nei documenti del sito [www.finriskalert.it](http://www.finriskalert.it) sono espresse a titolo personale dagli autori e non coinvolgono in alcun modo l'ente di appartenenza.  
Gli articoli e documenti pubblicati nel sito e nella newsletter FinRiskAlert hanno l'esclusiva finalità di diffondere i risultati di studi e ricerche a carattere scientifico. Essi non rappresentano in alcun modo informazioni o consulenza per investimenti, attività riservata, ai sensi delle leggi vigenti, a soggetti autorizzati.