

Note di stabilità finanziaria e vigilanza

N. 51
Maggio 2026

Sommario

Sintesi.....	1
1. Introduzione	2
2. Metodologia e dati utilizzati ..	3
3. I derivati utilizzati dalle imprese italiane	4
4. Effetti finanziari delle coperture tramite derivati durante la fase di restrizione monetaria: risultati empirici ..	9
5. Caratteristiche delle imprese con derivati sui tassi	12
6. Conclusioni	12
Bibliografia	14
Appendice.....	15
A.1 – I dati utilizzati.....	15
A.2 – Flussi finanziari.....	16
A.3 – Confronto con dati Cerved.....	17

*I contributi pubblicati nella serie
“Note di stabilità finanziaria
e vigilanza” riflettono le opinioni
degli autori e non impegnano
la responsabilità della
Banca d'Italia*

Il ricorso delle imprese italiane ai derivati per la copertura del rischio di tasso di interesse

Valentino Bado – Michele Leonardo Bianchi** –
Mariano Graziano*** – Dario Ruzzi***

Sintesi

La politica monetaria restrittiva attuata dalla Banca centrale europea nel periodo 2022-23 ha determinato un marcato aumento dei tassi di interesse e, di conseguenza, dei costi di finanziamento per le imprese, in particolare per quelle con un maggiore indebitamento a tasso variabile. Questo studio analizza in che misura l'utilizzo di derivati su tassi di interesse abbia attenuato l'impatto dell'aumento dei costi di finanziamento per le imprese italiane. Sfruttando i dati granulari sui derivati presenti nella base dati EMIR – integrati con i dati sui prestiti bancari di fonte AnaCredit, con le informazioni sulle obbligazioni societarie rilevati nell'Anagrafe titoli e con i bilanci d'impresa di fonte Cerved – vengono fornite evidenze empiriche sull'utilizzo dei derivati da parte delle aziende non finanziarie italiane nel periodo 2021-24. I risultati mostrano che questi strumenti sono ampiamente utilizzati dalle imprese, in particolare da quelle di maggiore dimensione, per coprirsi dal rischio di rialzo dei tassi di interesse, rafforzando così la posizione finanziaria. Dall'avvio della fase di restrizione monetaria nel luglio del 2022, le strategie di copertura hanno svolto un ruolo cruciale nell'attenuare gli effetti negativi dell'aumento dei tassi di interesse. Combinando i flussi di cassa, pagati e incassati, generati dalle posizioni in *interest rate swap* con quelli corrisposti sui prestiti bancari e sulle obbligazioni emesse, lo studio stima che i derivati abbiano ridotto mediamente di circa il 20 per cento il costo annuo del debito delle imprese che hanno fatto ricorso a questi strumenti nel periodo della restrizione monetaria.

* Analisi e ricerca economica territoriale, Sede di Genova.

** Dipartimento Economia e Statistica.

*** Analisi e ricerca economica territoriale, Sede di Venezia.

1. Introduzione

L'aumento dei tassi di interesse nel contesto della restrizione monetaria avviata dalla Banca centrale europea nel luglio 2022 ha determinato un marcato incremento dei costi di finanziamento per le imprese. Il tasso sui depositi presso la BCE – parametro di riferimento dell'orientamento della politica monetaria – è rimasto in territorio negativo fino alla metà del 2022; successivamente, a seguito di dieci rialzi consecutivi, ha raggiunto il 4 per cento nel settembre del 2023. Il cambiamento della politica monetaria è stato accompagnato da un forte incremento dei tassi del mercato monetario, con effetti diretti sui tassi applicati ai prestiti e, più in generale, sul costo del debito delle imprese. Nel corso del ciclo di restrizione, i tassi di interesse sui prestiti bancari alle imprese italiane e sulle obbligazioni societarie sono aumentati di circa 4 punti percentuali.

L'aumento dei tassi di interesse non ha inciso solo sul costo del nuovo debito, ma anche su quello del debito esistente a tasso variabile, che rappresenta circa i quattro quinti dei finanziamenti bancari alle imprese italiane (cfr. Banca d'Italia, 2024).

Tuttavia, l'aumento dei costi connessi al servizio del debito potrebbe essere stato in parte compensato dall'utilizzo di contratti derivati su tassi di interesse che generano un flusso finanziario positivo per l'impresa in caso di rialzo dei tassi. Ad esempio, un *interest rate swap* (IRS) di tipo *pay-fixed* consente alle imprese di ricevere periodicamente flussi di cassa indicizzati a un tasso di mercato variabile in cambio del pagamento di flussi a tasso fisso; analogamente, mediante l'acquisto di un'opzione cap, un'impresa può fissare una soglia massima per i tassi di mercato accettabili, oltre la quale l'esercizio dell'opzione blocca l'effetto di ulteriori incrementi del tasso di riferimento sull'onerosità del debito.

Questo studio si propone di valutare la rilevanza economica delle posizioni in derivati detenute dalle imprese non finanziarie (NFC) italiane, di caratterizzare le imprese che partecipano più attivamente al mercato dei derivati e di analizzare l'efficacia delle strategie di copertura nel corso dell'ultima fase di restrizione monetaria. L'analisi si basa sull'utilizzo dei dati EMIR disponibili a livello di singolo contratto derivato e riferiti al periodo 2021-24. Tali informazioni sono integrate con quelle sui prestiti bancari provenienti da AnaCredit e sui bilanci d'esercizio di Cerved, entrambe disponibili a livello di impresa, nonché con le informazioni dettagliate sulle obbligazioni societarie raccolte nell'Anagrafe titoli. I risultati mostrano come l'utilizzo dei derivati per una gestione attiva del rischio di tasso di interesse possa rappresentare uno strumento utile per il rafforzamento della posizione finanziaria delle imprese italiane, soprattutto in un contesto di politica monetaria in evoluzione.

La Sezione 2 descrive le fonti informative, l'integrazione delle segnalazioni EMIR sui derivati con i dati sul debito a livello di impresa (AnaCredit e Anagrafe titoli) e con i bilanci d'impresa (Cerved), nonché la metodologia di stima dei flussi finanziari associati agli IRS e al debito societario. La Sezione 3 presenta un'analisi descrittiva dei derivati detenuti dalle NFC italiane nel periodo 2021-24, concentrandosi sul valore nominale in essere, sulle principali tipologie di strumenti utilizzati e sull'evoluzione del valore di mercato dei contratti su tassi di interesse. Nella Sezione 4 vengono utilizzate le

caratteristiche contrattuali dei derivati e l'andamento dei tassi di interesse per stimare i flussi finanziari che le imprese hanno pagato o incassato attraverso le posizioni in IRS, valutandoli in relazione ai flussi corrisposti sui prestiti bancari e sulle obbligazioni emesse. La Sezione 5 analizza le caratteristiche economico-finanziarie delle imprese che fanno uso di derivati. La Sezione 6 conclude.

2. Metodologia e dati utilizzati

Le analisi empiriche sulle posizioni in derivati detenute dalle NFC sono state storicamente limitate dalla mancanza di dati. A livello internazionale, la maggior parte degli studi si concentra o sulle grandi società quotate, che forniscono bilanci standardizzati, o su un numero ristretto di imprese selezionate attraverso indagini campionarie. In Italia, la letteratura è ancor più ridotta e datata, con analisi spesso basate su sondaggi che coinvolgono campioni molto limitati di imprese (si veda Bodnar *et al.*, 2013), su dati ricavati da segnalazioni di vigilanza, che non consentono analisi a livello di singola impresa, o sulla Centrale dei Rischi (CR), che registra esclusivamente le posizioni in derivati con valore negativo per le imprese, senza distinguere per tipo di attività sottostante (si veda Graziano, 2012).

A seguito dell'entrata in vigore della del regolamento UE/2012/648 (*European Market Infrastructure Regulation*, EMIR) nel 2014 e delle successive modifiche, sono diventate disponibili le segnalazioni dettagliate dei contratti derivati detenuti da soggetti residenti nell'Unione europea. Per il suo mandato di stabilità finanziaria e grazie all'infrastruttura informatica a disposizione, la Banca d'Italia ha accesso alle segnalazioni relative alle controparti dell'area dell'euro (si veda Bianchi *et al.*, 2025 e AA.VV., 2025). Il quadro regolamentare prevede che, per ogni contratto, entrambe le controparti – se soggette all'obbligo di segnalazione – forniscano informazioni dettagliate sul contratto stesso. Le segnalazioni vengono inviate, su base giornaliera, ai repertori di dati sulle negoziazioni (*trade repositories*), che raccolgono e archiviano centralmente le informazioni prima di renderle disponibili alle autorità competenti.

Le informazioni disponibili nella base dati EMIR comprendono sia l'identificativo delle controparti coinvolte nella transazione sia i dettagli quantitativi e qualitativi relativi al contratto derivato negoziato. Tra i primi rientrano, ad esempio, il valore nozionale, il valore di mercato (*fair value*) del contratto e i margini scambiati; tra i secondi, invece, figurano l'identificativo dell'attività sottostante, il mercato di negoziazione, la distinzione tra compensazione centrale e bilaterale, nonché le date di esecuzione e di scadenza del contratto.

La tav. A.1 dell'Appendice A sintetizza il valore informativo aggiuntivo della base dati EMIR rispetto alle segnalazioni di vigilanza e alla CR. L'Appendice include inoltre un'analisi comparativa dell'andamento dei derivati tra le diverse fonti.

Una delle caratteristiche distintive dei dati EMIR è la loro estrema granularità. Ciò consente, nel caso dei derivati su tassi di interesse, di determinare, sulla base della

posizione assunta dall'impresa all'inizio del contratto, se il contratto fornisce protezione contro l'aumento o la diminuzione dei tassi. In uno scenario di copertura contro l'aumento dei tassi di interesse, un'impresa riceverebbe dalla controparte un flusso di cassa legato a un tasso di mercato variabile, in cambio di un flusso di cassa legato a un tasso fisso concordato all'atto della stipula. Il valore del contratto, che riflette il valore attuale di tutti i flussi di cassa futuri attesi, consente di esaminare l'efficacia della copertura. Nel caso dell'impresa sopra descritta, il valore del contratto registra un incremento quando i tassi di interesse aumentano e una diminuzione quando i tassi scendono.

Le specifiche contrattuali disponibili in EMIR permettono di misurare con precisione l'esposizione in derivati a livello di singola impresa e di valutarne la rilevanza rispetto all'esposizione dell'impresa verso il debito bancario e obbligazionario, per il quale sono disponibili i dati AnaCredit e Anagrafe titoli. In particolare, viene calcolato, a livello di impresa, un indice di copertura tramite derivati dividendo il valore nozionale netto dei contratti in essere che offrono protezione dall'aumento dei tassi di interesse per l'ammontare in essere del debito a tasso variabile¹. Inoltre, poiché l'analisi esplora esclusivamente i contratti di tipo IRS, possono essere utilizzati i termini contrattuali registrati in EMIR (tassi ricevuti e pagati) insieme alle informazioni sul debito presenti in AnaCredit e Anagrafe titoli per stimare l'impatto dei contratti IRS sui pagamenti di interessi sul debito, ovvero:

$$\text{interessi netti sul debito} = \text{interessi contrattuali pagati su debito bancario e obbligazionario} + \text{flusso finanziario netto da IRS}$$

Infine, suddividiamo le imprese che utilizzano derivati in base alle loro caratteristiche economico-finanziarie, utilizzando i dati di bilancio forniti da Cerved. La stessa base dati viene utilizzata anche per effettuare un'analisi di robustezza dei risultati relativi ai flussi finanziari, confrontando l'andamento degli oneri finanziari tra le imprese che adottano derivati per la copertura dai tassi di interesse e quelle che non li utilizzano.

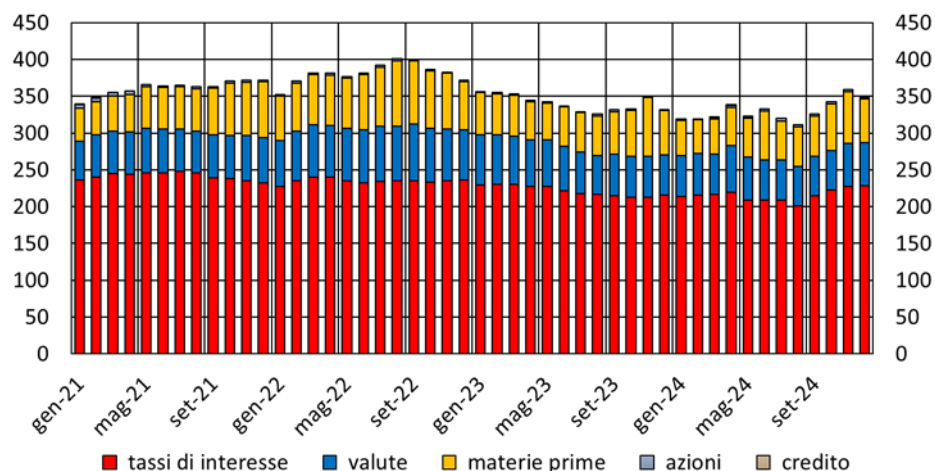
3. I derivati utilizzati dalle imprese italiane

Alla fine di dicembre 2024, le NFC italiane detenevano contratti derivati per un valore nozionale lordo di quasi 350 miliardi di euro (somma delle posizioni lunghe e corte), di cui circa 230 miliardi riguardavano derivati aventi come sottostante tassi di interesse (fig. 3.1).

Nel periodo analizzato, i derivati su tassi di interesse rappresentano circa due terzi del valore nozionale lordo totale, mentre la parte residua è quasi equamente suddivisa tra derivati su valute e materie prime, con quote trascurabili di derivati su azioni e credito. In termini di nozionale lordo, non si osservano variazioni sostanziali nell'esposizione

¹ I prestiti provenienti da intermediari esteri non sono considerati nella stima dell'indice di copertura, in quanto tali dati non vengono raccolti nei dataset considerati.

Figura 3.1 - Ripartizione del valore nozionale dei derivati per classe di attività sottostante
(dati di fine mese, miliardi di euro)

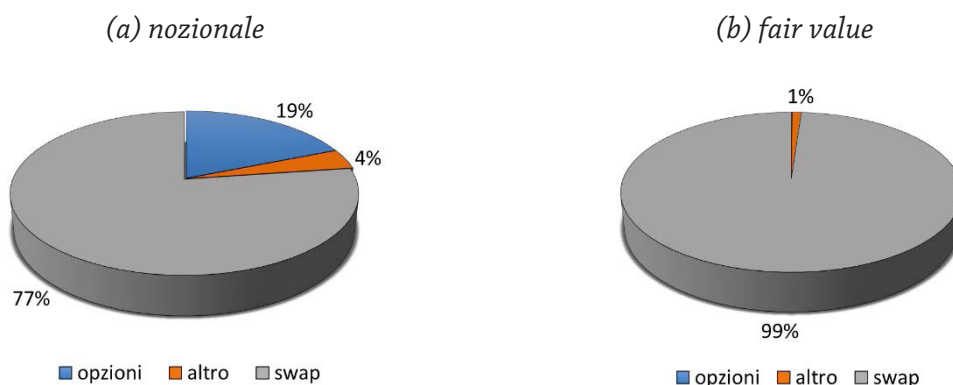


Fonte: stime su dati EMIR.

delle NFC italiane ai derivati su tassi di interesse con l'avvio della fase di restrizione monetaria nel luglio 2022. Questo risultato è particolarmente rilevante dal punto di vista della copertura, poiché acquistare protezione contro l'aumento dei tassi diventa più costoso quando i tassi iniziano a salire.

Tra i derivati su tassi di interesse, oggetto principale del nostro studio, risulta che la maggioranza è costituita da contratti IRS, che rappresentano oltre tre quarti del valore nozionale lordo dei derivati su tassi di interesse delle NFC italiane alla fine del 2024. Le opzioni (comprese le *swaption*) rappresentano poco meno di un quinto del totale, mentre il restante 4 per cento è costituito da altri tipi di derivati, come *futures* e *forward* (fig. 3.2.a). La prevalenza dei contratti IRS viene confermata e risulta ancor più marcata se si considera il valore di mercato dei derivati su tassi di interesse delle imprese italiane anziché il solo valore nozionale. Infatti, alla fine del 2024, il 99 per cento del valore di mercato totale è attribuibile alle posizioni in *swap* (fig. 3.2.b).

Figura 3.2 - Derivati su tassi di interesse per tipologia di contratto
(dati a fine 2024; valori percentuali)



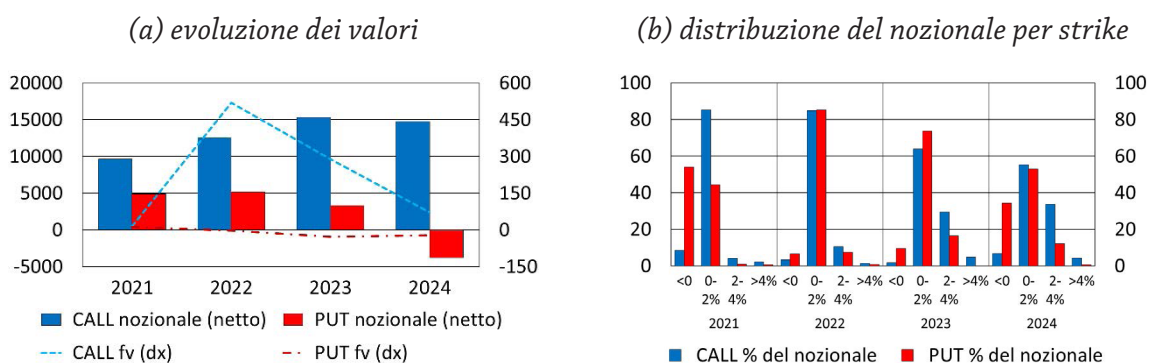
Fonte: stime su dati EMIR.

Il valore di mercato trascurabile delle opzioni alla fine del 2024 riflette sia le caratteristiche intrinseche di questi strumenti sia il momento della valutazione. Le opzioni *call* proteggono l'acquirente solo quando il tasso di mercato sottostante supera un tasso di esercizio predefinito (*strike*), mentre le opzioni *put* offrono protezione quando il tasso di mercato scende al di sotto dello *strike*². Nel contesto di un indebitamento a tasso variabile, le imprese sono generalmente incentivate a utilizzare opzioni *call* per coprirsi dall'aumento dei tassi di interesse. Tuttavia, il tasso di esercizio deve essere fissato sufficientemente alto per evitare che il contratto risulti eccessivamente costoso. Infatti, durante il picco del ciclo di restrizione monetaria – quando le aspettative sui tassi erano elevate – il valore di mercato delle opzioni è aumentato, ma è rimasto comunque al di sotto del 7 per cento del valore di mercato totale dei derivati su tassi di interesse.

Tra il 2021 e il 2024, il valore nozionale netto delle opzioni *call*, che offrono protezione contro l'aumento dei tassi, è aumentato da 9,6 a 14,7 miliardi di euro. Al contrario, il valore nozionale netto delle opzioni *put*, che offrono protezione contro la diminuzione dei tassi, è passato da 4,9 a -3,8 miliardi di euro, indicando che le NFC hanno assunto posizioni *short* su opzioni *put*, verosimilmente come copertura contro un eventuale aumento dei tassi di interesse. Tuttavia, per le imprese, solo le opzioni *call* hanno registrato un incremento significativo del valore di mercato nel 2022, raggiungendo un picco di circa 518 milioni di euro, per poi diminuire bruscamente nei due anni successivi (fig. 3.3.a).

È stata inoltre analizzata la distribuzione dei tassi *strike*, raggruppati in quattro fasce: negativa, compresa tra 0 e 2 per cento, tra 2 e 4 per cento e superiore al 4 per cento. Negli ultimi anni, la distribuzione si è progressivamente spostata dalle fasce di tasso più basse a quelle più alte, riflettendo l'andamento generale dei tassi di interesse (fig. 3.3.b).

Figura 3.3 - Valore nozionale e valore di mercato delle opzioni
(dati di fine anno; milioni di euro e valori percentuali)

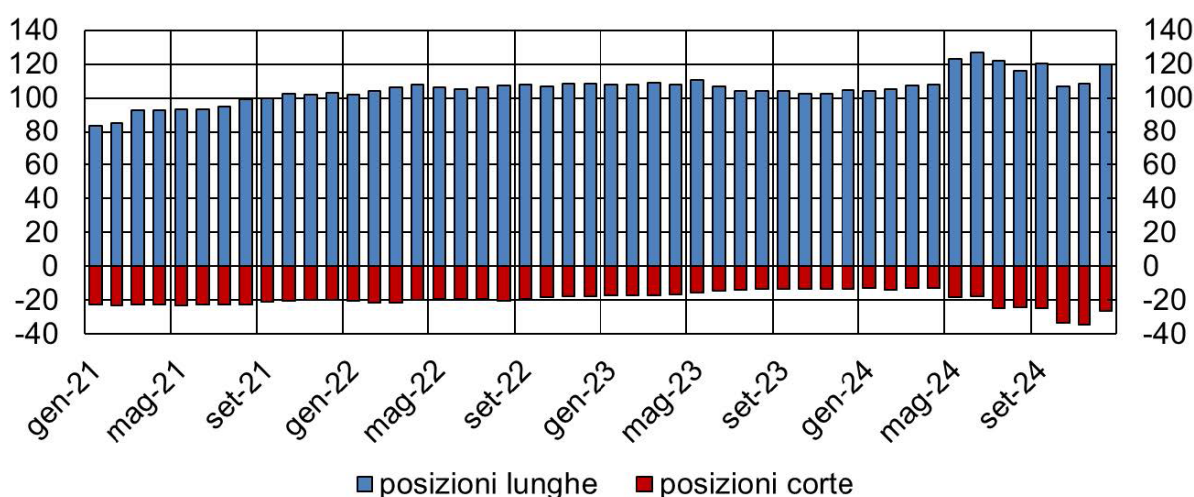


Fonte: stime su dati EMIR. L'abbreviazione fv denota il valore di mercato (*fair value*) dei contratti.

² Le opzioni *call* comprendono i *cap* e le *payer swaption* (ossia opzioni in cui l'acquirente ha il diritto di entrare in uno swap come pagatore a tasso fisso), mentre le opzioni *put* comprendono i *floor* e le *receiver swaption* (ossia opzioni in cui l'acquirente ha il diritto di entrare in uno swap come ricevitore a tasso fisso).

Data la rilevanza dei contratti IRS rispetto ad altri derivati su tassi di interesse (fig. 3.2) e la relativa facilità nella stima dei flussi finanziari su tutte le scadenze contrattuali, il resto dell'analisi si concentra esclusivamente sull'efficacia di copertura di questi strumenti. Un primo segnale del loro contributo alla protezione contro l'aumento dei tassi di interesse può essere ricavato dalla "posizione" assunta dall'impresa. Adottiamo la seguente convenzione: la controparte che paga il tasso fisso è considerata acquirente dello swap ("posizione lunga"), mentre la controparte che riceve il tasso fisso è considerata venditrice dello swap ("posizione corta"). In termini di nozionale negoziato, lungo l'intero periodo analizzato, compreso l'avvio della fase di restrizione monetaria, le imprese italiane hanno prevalentemente detenuto posizioni lunghe in contratti IRS (fig. 3.4). In un contesto di tassi in aumento, tali posizioni generano flussi finanziari maggiori per l'impresa, poiché questa riceve pagamenti a tasso variabile più elevati continuando a corrispondere i pagamenti a tasso fisso.

**Figura 3.4 - Ripartizione del valore nozionale degli IRS per "posizione":
lunghe vs corte**
(dati di fine mese, miliardi di euro)

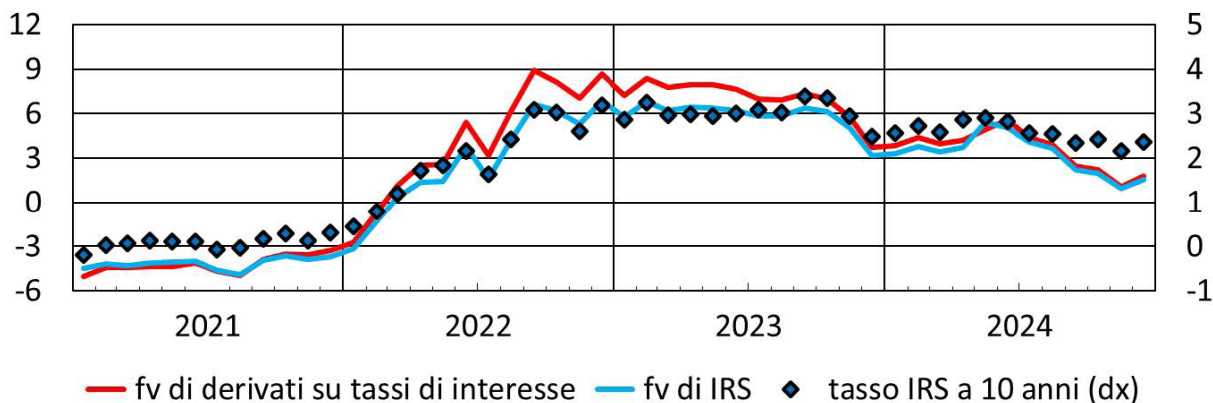


Fonte: stime su dati EMIR.

L'indicazione di flussi di cassa in aumento per le imprese italiane durante la fase di restrizione monetaria è confermata dall'andamento del *fair value* delle loro posizioni in IRS e, più in generale, dell'intero portafoglio di derivati su tassi di interesse (fig. 3.5). Fino alla fine del 2021, per le imprese, il valore di mercato dei derivati e degli swap su tassi di interesse era negativo, con fluttuazioni relativamente contenute. Ciò è dovuto al fatto che, con i tassi di mercato ai minimi storici, i flussi attesi (la "gamba variabile"), legati all'andamento dei tassi di mercato, erano inferiori ai flussi prefissati (la "gamba fissa"). A partire dal 2022, le aspettative sui tassi futuri – contenute nel tasso IRS a 10 anni – hanno iniziato a salire, determinando un rapido aumento del valore di mercato delle posizioni in derivati delle imprese italiane, che è passato da negativo a marcatamente positivo nella seconda metà del 2022 ed è rimasto elevato nel 2023.

Nel 2024, con l'avvio della fase di riduzione dei tassi, il valore di mercato è diminuito, ma è rimasto positivo su base netta aggregata³.

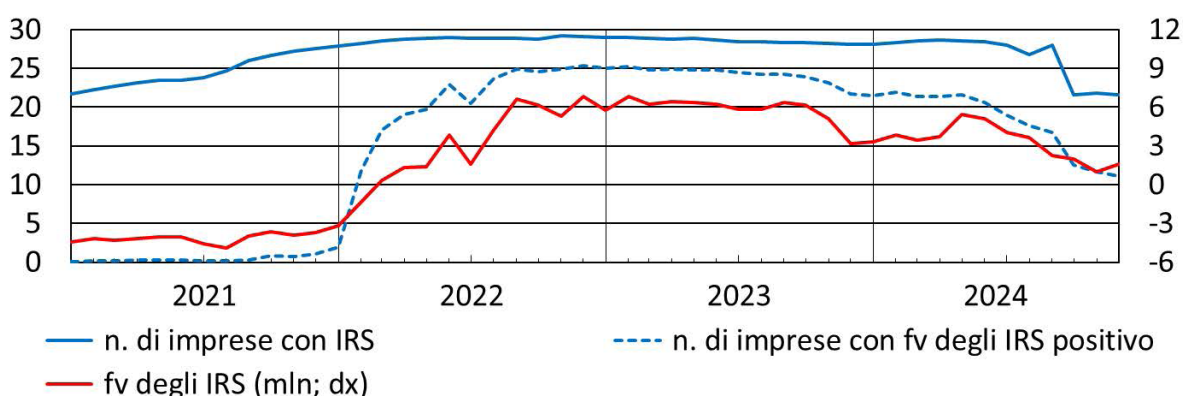
Figura 3.5 - Valore di mercato dei derivati su tassi di interesse e andamento dei tassi di mercato
(dati di fine mese, miliardi di euro e valori percentuali)



Fonte: dati EMIR e LSEG. L'abbreviazione fv denota il valore di mercato (*fair value*) dei contratti.

L'analisi dei contratti IRS in essere a livello di singola impresa rivela che l'andamento aggregato del *fair value* si riflette in larga misura anche tra le singole imprese che utilizzano derivati. Fino all'inizio del 2022, solo una piccola frazione delle quasi 30.000 NFC italiane con contratti IRS riportava valori di mercato positivi. Tuttavia, con l'avvio della fase di restrizione monetaria, tale quota è aumentata significativamente, raggiungendo quasi il 90 per cento nel 2023, per poi iniziare a diminuire man mano che le aspettative di allentamento monetario hanno cominciato a influenzare i tassi di mercato (fig. 3.6).

Figura 3.6 - IRS: valore di mercato e numero di imprese con valore positivo
(dati di fine mese, migliaia di unità e miliardi di euro)



Fonte: dati EMIR. L'abbreviazione fv denota il valore di mercato (*fair value*) dei contratti.

³ Un andamento simile è stato osservato nel valore degli swap detenuti dalle imprese non finanziarie europee nello studio di Rice e Guerrini (2025). A nostra conoscenza, non esistono altri studi che documentino la dinamica della valutazione dei contratti derivati delle NFC basandosi su dati granulari.

4. Effetti finanziari delle coperture tramite derivati durante la fase di restrizione monetaria: risultati empirici

In questa sezione riportiamo i principali risultati empirici riguardanti gli effetti dei derivati su tassi di interesse sui costi di finanziamento delle NFC italiane nei mercati del credito bancario e obbligazionario. In questa sezione descriviamo dapprima le esposizioni ai prestiti bancari e obbligazionari, distinguendo tra imprese con e senza derivati; successivamente presentiamo i principali risultati empirici sugli effetti dei derivati sui costi di finanziamento delle imprese che ne fanno utilizzo.

L'insieme delle NFC italiane sia con derivati su tassi di interesse sia con finanziamenti bancari comprende i soggetti che detengono posizioni in IRS riportate in EMIR ed esposizioni creditizie verso le banche riportate in AnaCredit. Vengono quindi analizzate le caratteristiche dell'indebitamento di queste imprese verso il sistema bancario e identificate le eventuali differenze rispetto all'insieme costituito dalle NFC italiane con esposizioni registrate in AnaCredit ma non in EMIR, ossia le imprese indebitate verso le banche senza derivati IRS.

Alla fine del 2024, risultano presenti in entrambi i database (EMIR e AnaCredit) 20.248 imprese, corrispondenti a un'esposizione totale di 177 miliardi di euro; l'80 per cento del debito finanziario di queste imprese è a medio-lungo termine (durata originaria superiore a un anno) e il 72 per cento è esposto al rischio di aumento dei tassi di interesse (prestiti a medio-lungo termine a tasso variabile o misto). Il valore nozionale netto aggregato degli IRS di queste imprese ammonta a 104 miliardi di euro (tav. 4.1). Contemporaneamente, AnaCredit registra quasi 650.000 imprese senza derivati per una esposizione complessiva di 315 miliardi di euro, con quote inferiori di debito a medio-lungo termine (75 per cento) e di esposizioni influenzate negativamente dall'aumento dei tassi di interesse (54 per cento).

Tavola 4.1

	(1)	(2)
	con derivati	senza derivati
n. imprese	20.248	648.934
esposizione complessiva in AnaCredit (mld di euro)	177	315
<i>di cui medio-lungo termine (mld di euro)</i>	142 (80%)	235 (75%)
<i>di cui a tasso variabile o misto (mld di euro)</i>	127 (72%)	171 (54%)
totale obbligazioni emesse (mld di euro)	87	104
<i>di cui a tasso variabile (mld di euro)</i>	22 (26%)	40 (38%)
nozionale netto IRS (mld di euro)	104	0

Fonte: stime su dati EMIR, AnaCredit e Anagrafe titoli al 31 dicembre 2024.

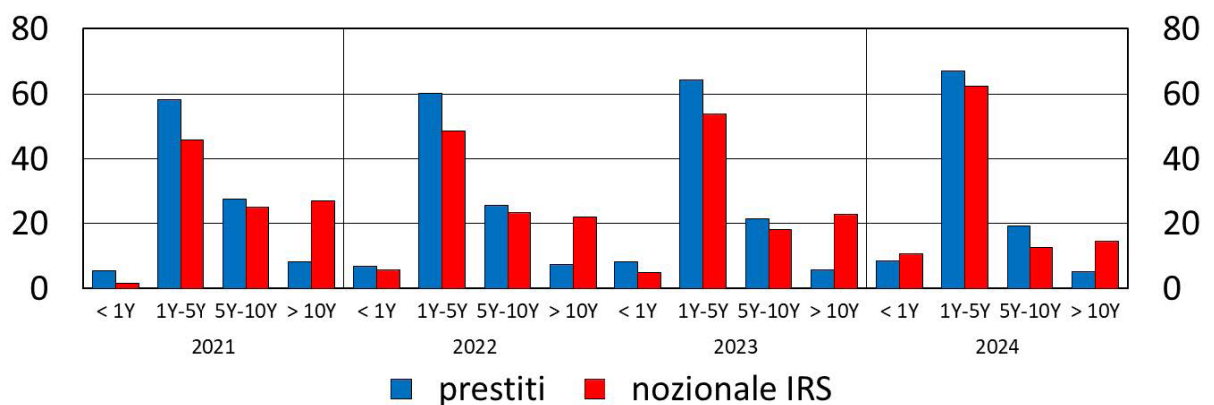
Dividendo il valore nozionale netto dei derivati swap in essere che offrono protezione contro l'aumento dei tassi di interesse – ossia la differenza tra il nozionale delle posizioni lunghe e corte in IRS – per l'ammontare in essere del debito bancario a tasso variabile, calcoliamo un indice di copertura tramite derivati a livello di impresa e di settore. In aggregato, l'indice è rimasto sostanzialmente stabile intorno al 70 per cento nel periodo 2021-23, aumentando all'82 per cento nel 2024 principalmente a causa della riduzione

dell'esposizione debitoria. Se ai prestiti bancari si aggiungono anche le obbligazioni a tasso variabile riportate nell'Anagrafe titoli ed emesse dalle NFC italiane con derivati, l'indice di copertura scende al 70 per cento alla fine del 2024.

È stata inoltre condotta un'analisi per verificare se le NFC italiane tendano a stipulare contratti swap con lo stesso gruppo bancario da cui ricevono i prestiti⁴. Dai risultati emerge che, in media, tra il 2021 e il 2024, circa l'87 per cento del valore nozionale degli swap è stato stipulato con la stessa banca che erogava il finanziamento.

Sfruttando i dati a nostra disposizione, viene esaminata la corrispondenza tra le scadenze residue dei prestiti esposti al rischio di aumento dei tassi di interesse (ossia prestiti a medio-lungo termine a tasso variabile o misto) e quelle dei corrispondenti swap. L'analisi raggruppa le scadenze in quattro fasce: fino a 1 anno, 1-5 anni, 5-10 anni e oltre 10 anni. Come mostrato in fig. 4.1, negli ultimi anni i prestiti tendono a concentrarsi maggiormente su scadenze più brevi rispetto agli swap. Tuttavia, la distribuzione complessiva delle scadenze tra prestiti e swap è simile.

Figura 4.1 - Distribuzione delle scadenze residue di prestiti e swap
(dati di fine anno, valori percentuali)



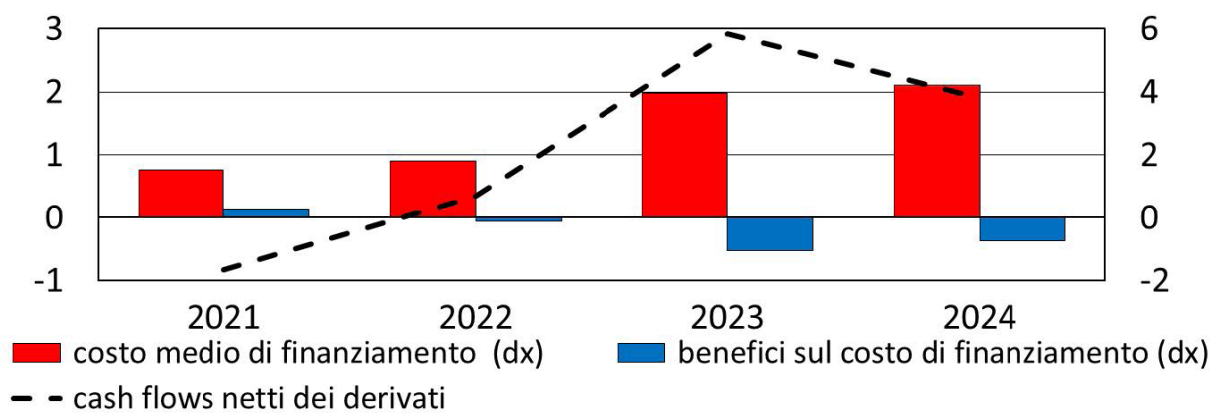
Fonte: stime su dati AnaCredit e EMIR.

Vengono quindi stimati i flussi di cassa che le imprese italiane generano tramite le loro coperture in derivati (fig. 4.2 e tav. A.2). Tali flussi sono combinati sia con i pagamenti di interessi sul debito bancario, per i quali viene stimato un tasso medio applicato ai prestiti, sia con i pagamenti delle cedole sulle obbligazioni emesse, per le quali viene calcolato un tasso cedolare medio sulla remunerazione stabilita contrattualmente su ciascun titolo. Nel tempo si osserva un aumento più marcato dei tassi sui prestiti bancari rispetto ai tassi cedolari, soprattutto nel periodo 2023-24. Ciò è dovuto al fatto che circa due terzi del debito bancario è a tasso variabile, mentre la maggior parte delle obbligazioni (circa quattro quinti del valore totale) è a tasso fisso.

⁴ Lo studio di Bianchi et al. (2026) evidenzia che le banche italiane, principali controparti delle imprese non finanziarie italiane analizzate in questo lavoro, hanno altresì ottenuto benefici dalle loro posizioni in swap durante la fase di restrizione della politica monetaria, trasferendo il rischio di aumento dei tassi di interesse a controparti centrali e banche estere.

Grazie alla granularità delle informazioni sugli IRS disponibili in EMIR (ad esempio, valore nozionale, tasso fisso e tipo di tasso variabile), è possibile stimare i flussi di cassa associati a questi contratti. Le nostre stime indicano che nel 2021 le NFC italiane hanno registrato un deflusso netto di cassa dai derivati, con pagamenti superiori agli incassi per 830 milioni di euro. Questo andamento si è invertito nel 2022, quando il valore di mercato dei contratti è diventato positivo per le imprese, generando un afflusso netto di 351 milioni di euro. La tendenza al rialzo è continuata nel 2023 e nel 2024, con afflussi netti rispettivamente di 2.927 milioni e 1.897 milioni di euro. Nella fase di restrizione monetaria, i contratti IRS hanno ridotto, per le imprese che ne fanno utilizzo, i costi di finanziamento complessivamente del 20 per cento, pari a circa 100 punti base nel 2023 e 70 punti base nel 2024.

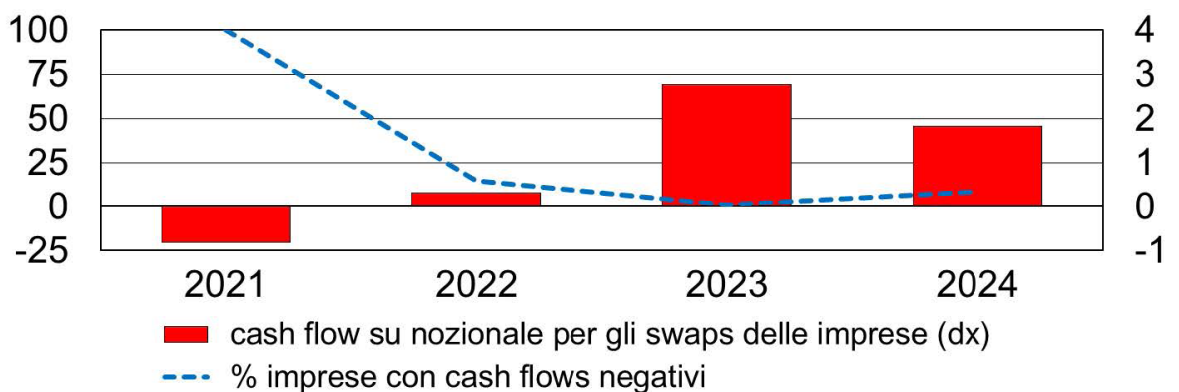
Figura 4.2 - Impatto degli IRS sui costi di finanziamento
(dati annuali; miliardi di euro e valori percentuali)



Fonte: stime su dati EMIR, AnaCredit e Anagrafe titoli.

Un'analisi più dettagliata dei flussi di cassa degli swap indica che, alla fine del 2021, quasi tutte le imprese (99,9 per cento) avevano contratti con flussi di cassa negativi (fig. 4.3). Questa quota è diminuita drasticamente nel 2022, quasi azzerata nel 2023, per poi aumentare leggermente nel 2024. I flussi di cassa rapportati al valore nozionale dei contratti variano da -0,8 per cento nel 2021 a 2,8 per cento nel 2023. La robustezza

Figura 4.3 - Stima dei flussi di cassa derivanti dall'utilizzo di IRS
(dati annuali; valori percentuali)



Fonte: stime su dati EMIR, AnaCredit e Anagrafe titoli.

delle stime sulla riduzione dei costi di finanziamento derivante dalle coperture tramite IRS è valutata nell'Appendice C, dove viene condotta un'analisi sull'andamento degli oneri finanziari utilizzando le informazioni di bilancio disponibili in Cerved.

5. Caratteristiche delle imprese con derivati sui tassi

Per identificare le caratteristiche idiosincratice delle imprese che hanno implementato strategie di copertura contro l'aumento dei tassi di interesse mediante contratti derivati, analizziamo alcuni indicatori di bilancio. Alla fine del 2023, l'anno più recente per il quale sono disponibili i dati, sono state individuate 18.430 imprese presenti in EMIR, AnaCredit e/o Anagrafe titoli e con bilanci depositati (tav. 5.1).

Queste imprese hanno una dimensione relativamente elevata, con totale attivo pari, in media, a 46,4 milioni di euro, ricavi di 36,7 milioni di euro e un rapporto di indebitamento (leverage) del 50 per cento. In confronto, le imprese prive di strumenti derivati – ma con esposizioni debitorie registrate in AnaCredit e/o Anagrafe titoli e con bilanci disponibili – risultano significativamente più piccole e meno indebitate, con totale attivo, in media, di 9,1 milioni di euro, ricavi di 8,7 milioni di euro e un leverage del 40,3 per cento.

Tavola 5.1

	n. imprese	totale attivo	turnover	leverage
imprese con derivati	18.430	46,4	36,7	50,0
imprese senza derivati	233.060	9,1	8,7	40,3

Fonte: stime su dati EMIR, AnaCredit, Anagrafe titoli e Cerved al 31 dicembre 2023.

Inoltre, sulla base della sede legale delle imprese, risulta che la più alta concentrazione di NFC italiane con derivati e bilanci disponibili si osserva nel Nord-Ovest, che rappresenta il 35 per cento delle imprese del campione e il 51 per cento del valore nozionale totale dei contratti derivati. All'interno di questa macroregione, spicca la Lombardia, con il 25 per cento delle imprese e il 37 per cento del valore nozionale dei derivati. Seguono il Nord-Est (27 per cento delle imprese e 23 per cento del nozionale), il Centro (circa 20 per cento per entrambe le misure) e infine Sud e Isole (19 per cento delle imprese e 6 per cento del nozionale).

Per quanto riguarda la classificazione settoriale, prevalgono i settori manifatturiero e dei servizi. Ciascuno di questi macrosettori rappresenta oltre il 40 per cento del totale, sia in termini di numero di imprese sia di valore nozionale dei contratti derivati.

6. Conclusioni

L'obiettivo principale dell'analisi è stimare il potenziale beneficio finanziario ottenuto dalle NFC italiane che hanno impiegato strumenti derivati come risposta strategica all'aumento dei tassi di interesse nel periodo 2021-24. In particolare, si valuta in che misura l'uso dei derivati su tassi di interesse – prevalentemente contratti swap – abbia

influenzato i costi di finanziamento delle imprese durante l'ultimo ciclo di restrizione monetaria.

I risultati indicano che l'uso dei derivati è diffuso tra le NFC italiane, in particolare tra le imprese più grandi, generalmente più esposte ai rischi di mercato e meglio attrezzate per gestirli tramite strumenti finanziari. La strategia prevalente consiste nel detenere posizioni lunghe in IRS, in cui le imprese si impegnano a pagare un tasso fisso ricevendo in cambio un tasso variabile. Questo approccio si è rivelato particolarmente efficace in un contesto di aumento dei tassi di interesse, poiché i flussi ricevuti a tasso variabile hanno superato i pagamenti a tasso fisso, generando quindi guadagni.

Questa dinamica è confermata da due principali evidenze empiriche. In primo luogo, il valore di mercato dei derivati in essere ha mostrato un marcato incremento a partire dall'avvio della fase di restrizione monetaria da parte della BCE nel 2022, riflettendo variazioni di valore favorevoli per le imprese. In secondo luogo, l'analisi dei bilanci aziendali evidenzia che le imprese italiane che utilizzano derivati hanno registrato un aumento degli oneri per interessi più contenuto rispetto ai non utilizzatori, indicando che l'attività di copertura ha svolto un ruolo chiave nell'attenuare l'impatto dei maggiori costi di indebitamento.

Un contributo chiave del nostro studio consiste nell'utilizzo dei dati EMIR sui derivati a livello di transazione per il monitoraggio della stabilità finanziaria. Questa base dati granulare consente di identificare e quantificare il rafforzamento della posizione finanziaria delle imprese legato all'uso dei derivati. Sulla base di queste informazioni, viene mostrato che le NFC italiane con derivati hanno ridotto i loro costi di finanziamento di circa 100 punti base nel 2023 e di 70 punti base nel 2024. Tali risultati evidenziano l'importanza delle strategie basate sui derivati nella gestione del rischio finanziario, in particolare durante periodi di marcata incertezza macroeconomica.

Bibliografia

AA.VV., *EMIR data analytics for research, financial stability and supervision*, Banca d'Italia, Collana Seminari e Convegni, n. 27, 2025.

Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 2, 2024.

Bianchi, M.L., Sorvillo, B., Ruzzi, R., Apicella, R., Abate, L. e Del Vecchio, L., *EMIR data for financial stability analysis and research*, in IFC-Banca d'Italia Workshop on "Data science in central banking: enhancing the access to and sharing of data", IFC Bulletin n. 64, Bank for International Settlements, 2025.

Bianchi, M.L., Ruzzi, D. e Segura, A., *Banks' dynamic interest rate risk hedging*, preprint, 2026.

Bodnar, G.M., Consolandi, C., Gabbi, G., e Jaiswal-Dale, A., *Risk management for Italian non-financial firms: Currency and interest rate exposure*, *European Financial Management*, 19(5), 887-910, 2013.

Graziano, M., *Le imprese italiane e gli strumenti derivati*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, n. 139, 2012.

Rice, J. e Guerrini, G.M., *Riding the rate wave: interest rate and run risks in euro area banks during the 2022-2023 monetary cycle*. *Journal of International Money and Finance*, 103444, 2025.

Appendice

A.1 – I dati utilizzati

I dati EMIR hanno migliorato significativamente le informazioni disponibili per l'analisi dell'attività nei mercati dei derivati, fornendo le caratteristiche chiave degli strumenti a livello dei singoli contratti negoziati. Sono disponibili anche le segnalazioni di vigilanza, che includono numerose caratteristiche contrattuali; tuttavia, queste segnalazioni sono disponibili solo a livello della banca che effettua la segnalazione. Di conseguenza, tali segnalazioni non consentono di identificare le imprese che utilizzano attivamente derivati e sono limitate ai contratti che coinvolgono banche italiane come controparti. La CR offre una base dati storicamente più estesa sui derivati, essendo stata istituita nel 2004. Tuttavia, l'esposizione delle imprese ai derivati viene riportata in modo asimmetrico (solo quando comporta una passività per l'impresa), coerentemente con lo scopo principale dell'archivio. In pratica, un contratto derivato con valore di mercato (*fair value*) negativo per l'impresa è segnalato dalla banca, mentre uno con valore positivo non lo è. Di conseguenza, i dati della CR possono essere utilizzati solo per monitorare l'emergere di tensioni finanziarie legate a andamenti sfavorevoli dei derivati. Una diminuzione del numero di imprese segnalate può suggerire un miglioramento nella valutazione dei derivati per le imprese, anche se ciò non può essere misurato con precisione. Inoltre, l'archivio cattura solo il *fair value* dei derivati (non il valore nozionale) e non distingue tra i diversi sottostanti (tav. A.1).

Tavola A.1

Informazioni disponibili sui derivati

	EMIR	segnalazioni di vigilanza	Centrale dei Rischi
granularità dei dati	<i>transazione e impresa</i>	<i>banca</i>	<i>impresa</i>
nozionale	x	x	-
<i>fair value</i>	x	x	x
sottostante	x	x	-
tipologia di contratto	x	x	x
caratteristiche (*)	x	-	-
posizione (#)	x	x	-
profondità della serie (S)	<i>dal 2021</i>	<i>dal 2009</i>	<i>dal 2004</i>

(*) Ad esempio, per i contratti IRS viene indicato il tasso fisso da pagare o ricevere e il tasso di riferimento variabile da ricevere o pagare.

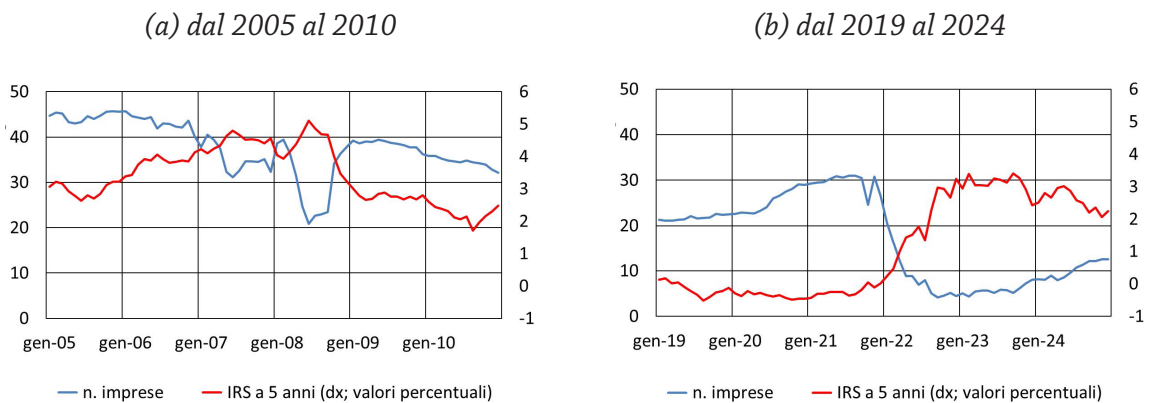
(#) Tipo di posizione assunta tramite il contratto, come la copertura contro l'aumento dei tassi di interesse o dei prezzi delle materie prime.

(S) I dati sono disponibili dal 2017 nella banca dati condivisa a livello di Eurosystema.

Il confronto tra valori nozionali EMIR e segnalazioni di vigilanza, nonostante le differenze dovute ai diversi ambiti di applicazione, conferma le principali dinamiche osservate in EMIR riguardo ai movimenti del valore di mercato e alla distribuzione dei derivati per tipo e sottostante.

Nonostante le limitazioni sopra evidenziate, la CR rimane l'unica fonte che consente una valutazione comparativa, seppur approssimativa, delle tendenze dei derivati delle imprese tra l'ultimo ciclo di restrizione monetaria e quello precedente, avvenuto tra il 2005 e il 2007. Grazie alla sua serie storica più lunga e alla rilevanza dei contratti su tassi di interesse tra i derivati, la CR fornisce spunti preziosi. Il confronto del numero di imprese segnalate in CR – ossia quelle con derivati che presentano un valore di mercato negativo al momento della segnalazione – mostra che nel 2005 il numero di imprese segnalate rimase stabile durante la fase iniziale dell'aumento dei tassi di interesse, diminuendo solo quando i tassi superarono il 4 per cento. Al contrario, durante l'ultimo ciclo di restrizione monetaria, il numero di imprese segnalate è diminuito rapidamente sin dall'inizio dei rialzi dei tassi (fig. A.1).

Figura A.1 - Derivati nella CR: andamento dei tassi di interesse e numero di imprese segnalate
(migliaia di unità e valori percentuali)



Fonte: stime su dati CR e LSEG.

Questo differente andamento suggerisce una maggiore capacità delle imprese di gestire i derivati in portafoglio in risposta ai più recenti rialzi dei tassi di interesse, rispetto a quanto osservato nel precedente ciclo di restrizione monetaria. Tale differenza può essere ricondotta a diversi fattori, tra i quali due appaiono particolarmente rilevanti: (1) condizioni contrattuali più favorevoli per le imprese, a testimonianza di una maggiore consapevolezza e sofisticazione nell'utilizzo degli strumenti derivati; (2) diverse condizioni di mercato precedenti l'avvio dei rialzi dei tassi: in particolare, il contesto di tassi di interesse eccezionalmente bassi che ha preceduto l'ultimo ciclo di restrizione potrebbe aver consentito alle imprese di stipulare contratti derivati a condizioni vantaggiose.

A.2 – Flussi finanziari

Di seguito sono riportate le stime dei flussi finanziari (*cash flows*) che le imprese italiane generano tramite le loro coperture in derivati e il relativo beneficio ottenuto. Tali flussi sono combinati sia con gli oneri finanziari sul debito bancario, determinati applicando un tasso medio ponderato sui prestiti in essere, sia con i pagamenti cedolari

sulle obbligazioni emesse, per i quali viene stimato un tasso cedolare medio derivato da informazioni granulari a livello di singolo strumento.

Tavola A.2

	tasso medio AnaCredit (%)	tasso medio obbligazioni (%)	costo di finanziamento (%)	interessi e cedole pagate (€ mn)	cash flows derivati (€ mn)	beneficio ottenuto con i derivati (%)
2021	1,3	1,9	1,5	4.675	-830	-0,3
2022	1,7	2,0	1,8	5.734	351	0,1
2023	4,6	2,3	3,9	11.080	2.927	1,0
2024	5,2	2,4	4,2	10.936	1.897	0,7

Fonte: stime su dati EMIR, AnaCredit e Anagrafe titoli.

A.3 – Confronto con dati Cerved

Per valutare la robustezza delle stime relative alla riduzione dei costi di finanziamento derivante dall'utilizzo di strumenti di copertura, è stata svolta un'analisi dei flussi finanziari basata sulle informazioni di bilancio disponibili in Cerved. In particolare, è stato calcolato un tasso medio di finanziamento a partire dai bilanci, rapportando gli oneri finanziari al totale del debito finanziario, ed è stato confrontato con il tasso medio applicato ai prestiti bancari desunto dai dati AnaCredit.

Pur trattandosi di un'approssimazione – il debito bancario rappresenta solo una parte del debito finanziario complessivo iscritto in bilancio e gli oneri finanziari includono componenti diverse dagli interessi sui prestiti bancari – osserviamo che entrambi gli indicatori aumentano significativamente nel 2023.

Tavola A.3

	imprese con derivati		imprese senza derivati	
	tasso medio Cerved	tasso medio AnaCredit	tasso medio Cerved	tasso medio AnaCredit
2021	2,5	1,3	2,6	1,8
2022	2,6	1,7	2,9	2,1
2023	5,2	4,6	5,1	4,5
<i>Δ tasso '23 vs '21</i>	2,7	3,3	2,5	2,7

Fonte: stime su dati EMIR, AnaCredit e Cerved.

Per le NFC italiane che utilizzano strumenti derivati di copertura, il tasso medio sui prestiti bancari stimato a partire da AnaCredit è aumentato di 3,3 punti percentuali, mentre il tasso calcolato dai bilanci è cresciuto di 2,7 punti percentuali, suggerendo un risparmio apparente di circa 60 punti base (tav. A.3). Per le imprese prive di derivati, invece, il tasso AnaCredit è aumentato di 2,7 punti percentuali, leggermente più dell'incremento di 2,5 punti percentuali osservato nei dati Cerved.

Nonostante le limitazioni legate alla minore granularità delle voci di bilancio disponibili in Cerved, questi risultati confermano l'evidenza di un risparmio sui costi di finanziamento per le imprese che hanno adottato strategie di copertura tramite derivati.