



*Quaderni dell'Osservatorio
Appunti di Economia immobiliare*

Anno Settimo - Numero Unico - 2018

Quaderni dell'Osservatorio

Appunti di Economia immobiliare

Iscritto al Registro della stampa del Tribunale di Roma n. 141/2012 del 14.05.2012

ISSN 2533-2902

Anno VII – Numero unico – Dicembre 2018

“In memoria di Caterina Andreussi cui si deve la nascita dei Quaderni”

Direttore editoriale

Gianni Guerrieri

Direttore responsabile

Claudio Borgnino

Caporedattore

Paola Pisani

Redazione

Rosa Colucci

Erika Ghirardo

Barbara Mattacchini

Olivia Mongillo

Hanno collaborato

Matilde Carlucci

Maurizio Festa

Erika Ghirardo

Mauro Iacobini

Marco Liedl

Gaetano Lisi

Redazione

Via Cristoforo Colombo 426 c/d - Roma
ae.pubblicazionionline@agenziaentrate.it

Indice

Presentazione dei Quaderni di Gianni Guerrieri	pag. 5
Ricerche e Analisi della DC OMISE	pag. 7
Il ciclo del mercato residenziale, le differenze per struttura di mercato e il ruolo del credito <i>di Gianni Guerrieri, Maurizio Festa, Erika Ghirardo</i>	pag. 8
I valori monetari dichiarati nelle compravendite residenziali – una prima analisi <i>di Maurizio Festa e Erika Ghirardo</i>	pag. 46
Prime riflessioni sui controlli di qualità delle perizie di stima: esperienza dell'agenzia e confronti <i>di Matilde Carlucci e Marco Liedl</i>	pag. 60
Breve rassegna degli indicatori del mercato immobiliare <i>di Mauro Iacobini e Gaetano Lisi</i>	pag. 72
Commenti e riflessioni	pag. 88
Intervista a Luca Dondi dall'Orologio (Nomisma) <i>di Gianni Guerrieri</i>	pag. 89

Presentazione

di Gianni Guerrieri

Il numero di quest'anno dei Quaderni affronta diversi temi, pubblicando una serie di ricerche e analisi svolte all'interno della Direzione centrale Servizi estimativi e osservatorio del mercato immobiliare (DC SEOMI).

In primo luogo è pubblicato un saggio, di natura descrittiva, su *"Il ciclo del mercato residenziale, le differenze per struttura di mercato e il ruolo del credito"*, di G. Guerrieri, M. Festa e E. Ghirardo, che riprende, consolida e sviluppa una serie di articoli e relazioni già pubblicate in passato dagli autori (uno di questi contributi è stato pubblicato sul numero del 2016 dei Quaderni). La ripresa di questi temi già trattati, è dovuta, secondo quanto affermano gli autori, alla possibilità di utilizzare *"le informazioni provenienti dalla ricostruzione delle serie storiche delle compravendite operata dall'Osservatorio del mercato immobiliare dell'Agenzia delle Entrate (OMI), a valle di una revisione sostanziale dei criteri di estrazione dei dati dagli archivi di pubblicità immobiliare e del catasto urbano"*, un altro aspetto è la possibilità di utilizzare tutte le informazioni derivanti dal nuovo flusso informativo sui mutui accesi annualmente aventi a garanzia immobili, informazioni sulle quali si è basato il recente *Rapporto sui mutui ipotecari* pubblicato a ottobre 2018 assieme alla corrispondente Nota metodologica. In questo ambito, un nuovo approfondimento rispetto ai contenuti di precedenti pubblicazioni degli autori è dato dalla costruzione di un modello di regressione per valutare le variabili che spiegano i livelli dell'incidenza degli acquisti di abitazioni assistite da mutui.

Anche in questo numero, come in quello del 2017, i "Quaderni" presentano un nuovo filone d'analisi derivante dall'impulso a nuove elaborazioni innescato dai più specifici compiti assegnati all'OMI dal D.lgs. 72/2016 (in particolare con l'introduzione nel Testo unico bancario dell'art. 120 sexiesdecies). L'articolo, *I valori monetari dichiarati nelle compravendite residenziali: una prima analisi* di M. Festa e E. Ghirardo, ha una valenza di carattere metodologico in ordine alla trattazione statistica dei dati, oltre a consentire di stimare il cosiddetto "fatturato" delle compravendite di abitazioni (ossia il valore monetario degli scambi) non più sulla base di stime teoriche basate su valori "medi" delle quotazioni OMI, bensì sui corrispettivi dichiarati negli atti. Si svolge anche un confronto tra tale valore dichiarato e quello tratto invece da stime basate sulle quotazioni. Questo nuovo flusso di informazioni/elaborazioni confluirà, una volta consolidato, nel rapporto annuale sulle compravendite residenziali.

Un terzo contributo fuoriesce dal campo delle attività dell'OMI per entrare in quello dei servizi estimativi ed attiene un tema piuttosto complesso: il controllo di qualità delle perizie di stime (*Prime riflessioni sui controlli di qualità delle perizie di stima: esperienza dell'Agenzia e confronti* di M. Carlucci e M. Liedl). L'articolo oltre a chiarire i confini del controllo di qualità svolto anche all'interno dell'Agenzia sugli elaborati estimativi, illustra la logica di tali controlli e ne descrive le procedure in atto. Poiché il tema non è certo di interesse della sola Agenzia, gli autori hanno svolto una serie di colloqui anche con alcune importanti società private che si pongono al loro interno tale questione, per comprendere come la affrontano e trarre alcuni primi elementi di confronto rispetto alla esperienza dell'Agenzia.


Infine, un articolo di M. Iacobini e G. Lisi, svolge una rassegna dei principali indicatori del mercato immobiliare (il titolo è appunto *Breve rassegna degli indicatori del mercato immobiliare*) che offre l'occasione per un riepilogo piuttosto esaustivo su quanto la letteratura economica a riguardo ha proposto nel tempo.

Nella seconda sezione dei Quaderni - *Commenti e riflessioni* – è presentata l'intervista al dott. Luca Dondi dall'Orologio, amministratore delegato di NOMISMA, società di ricerca, studio e consulenza che storicamente ha sviluppato un ampio ventaglio di analisi incentrato sul mercato immobiliare e rappresenta un punto di vista aggiornato e competente su tale materia. L'intervista, in qualche misura, risulta complementare all'articolo iniziale dei Quaderni su quel che è avvenuto nell'ultimo quindicennio nel mercato residenziale, in quanto si affrontano i temi delle condizioni attuali ed evolutivi di tale mercato.

I *Quaderni dell'Osservatorio – Appunti di economia immobiliare* sono intitolati alla memoria della nostra collega *Caterina Andreussi*, già dirigente della DC OMISE e caporedattore dei Quaderni, prematuramente scomparsa nel 2015.

I *Quaderni* sono pubblicati sul sito internet dell'Agenzia delle Entrate. Sarà inviato per e-mail, a chi ne fosse interessato, il *link* alla specifica pagina di internet:

<https://www.agenziaentrate.gov.it/wps/content/Nsilib/Nsi/Schede/FabbricatiTerreni/omi/Pubblicazioni/Quaderni+Osservatorio/>

Il direttore editoriale


*Ricerche e analisi
dell'Osservatorio
del Mercato Immobiliare*

Il ciclo del mercato residenziale, le differenze per struttura di mercato e il ruolo del credito

di Gianni GUERRIERI*, Maurizio FESTA**, Erika GHIRALDO***

1. Introduzione

Il presente studio¹ riprende lavori già pubblicati² aggiornandoli, apportando miglioramenti nelle stime ed effettuando alcuni ulteriori approfondimenti, in particolare sul ruolo del credito nel mercato residenziale. Questa ripresa di temi già trattati è stata in qualche modo necessitata dalla opportunità di utilizzare le informazioni, ora disponibili, provenienti dalla ricostruzione delle serie storiche delle compravendite operata dall'Osservatorio del Mercato Immobiliare dell'Agenzia delle Entrate (OMI), a valle di una revisione sostanziale dei criteri di estrazione dei dati dagli archivi di Pubblicità Immobiliare e del Catasto urbano, per la quale si rinvia alla *Nota metodologica compravendite*.³ Analogamente sono utilizzate appieno tutte le informazioni derivanti dal nuovo flusso informativo inerente il totale dei mutui accesi annualmente aventi a garanzia il patrimonio immobiliare, sul quale si è basato il recente *Rapporto sui mutui ipotecari* pubblicato a ottobre 2018 assieme alla corrispondente Nota metodologica.⁴ In ogni caso, nel presente studio si continua a far riferimento ai soli mutui accesi per l'acquisto di un'abitazione qualora l'ipoteca sia iscritta sulla stessa abitazione acquistata.⁵ Una conseguenza delle fonti utilizzate riguarda il periodo di osservazione, che può variare a seconda della disponibilità delle serie storiche ricostruite.

Il lavoro si articola in tre parti. Una prima parte generale dedicata alla descrizione del ciclo immobiliare 2000-2017, dove si evidenziano i fattori determinanti della fase di crescita del ciclo e di quelli che hanno causato la fase di crisi.

Nella seconda parte, si analizza il ciclo del settore residenziale disaggregato per classi territoriali correlate, oltre che alle consuete aree geografiche (Nord, Centro e Sud), anche alla *dinamica* del mercato, misurata come rapporto tra il valore di scambio medio ("fatturato" teorico) e il valore del patrimonio abitativo medio riscontrati sull'intero periodo 2004-2017, nonché alla *dimensione* del mercato, misurata dalla quota rispetto al totale nazionale del "fatturato" teorico con riferimento allo stesso periodo poc'anzi menzionato.

Nella terza parte, infine, si esamina, sempre dal punto di vista di queste disaggregazioni territoriali, il ruolo del credito e l'andamento delle sue variabili tipiche (tasso di interesse, durata del mutuo, capitale erogato, ecc.), con riferimento anche in questo caso al periodo 2004-2017.

* Direttore della Direzione Centrale Servizi estimativi e Osservatorio mercato immobiliare, Agenzia delle Entrate, gianni.guerrieri@agenziaentrate.it

** Responsabile delegato dell'Ufficio Statistiche e studi mercato immobiliare, DC SEOMI, Agenzia delle Entrate, maurizio.festa@agenziaentrate.it

*** Funzionario dell'Ufficio Statistiche e studi mercato immobiliare, DC SEOMI, Agenzia delle Entrate, erika.ghiraldo@agenziaentrate.it

¹ Un resoconto parziale di questo studio è stato alla base della relazione degli autori *Analisi del ciclo del mercato immobiliare residenziale e il ruolo del credito* presentata al Convegno "Estimo: Temi e Questioni contemporanee 4.0" organizzato a Bari dal Politecnico di Bari-Dicar e dalla SIEV, il giorno 11 luglio 2018.

² Si fa riferimento G. Guerrieri, *Livello e andamento dei valori di mercato e dei valori catastali (2000-2015)*, in Quaderni dell'Osservatorio n. dicembre 2016, G. Guerrieri, *Cicli immobiliari e credito erogato: un'analisi empirica del segmento delle abitazioni acquistate con il mutuo*, in Territorio Italia n. 1 del 2017 e a M. Festa, E. Ghiraldo and A. Storniolo, *Analysis of Real Estate market Cycles: an application on Italian data*, Firenze University Press, XLI Incontro di Studio del Ce.S.E.T, 2012, pp. 105-125 Aestimium, Vol. 1, 2013.

³ Si fa qui riferimento alla nota aggiornata al 22 maggio 2018. Cfr.:

<https://www.agenziaentrate.gov.it/wps/content/nsilib/nsi/schede/fabbricatiterreni/omi/pubblicazioni/note+metodologiche+2018> (alla data del 17 luglio 2018).

⁴ Cfr. OMI-Agenzia delle Entrate *Rapporto mutui ipotecari 2018*, in:

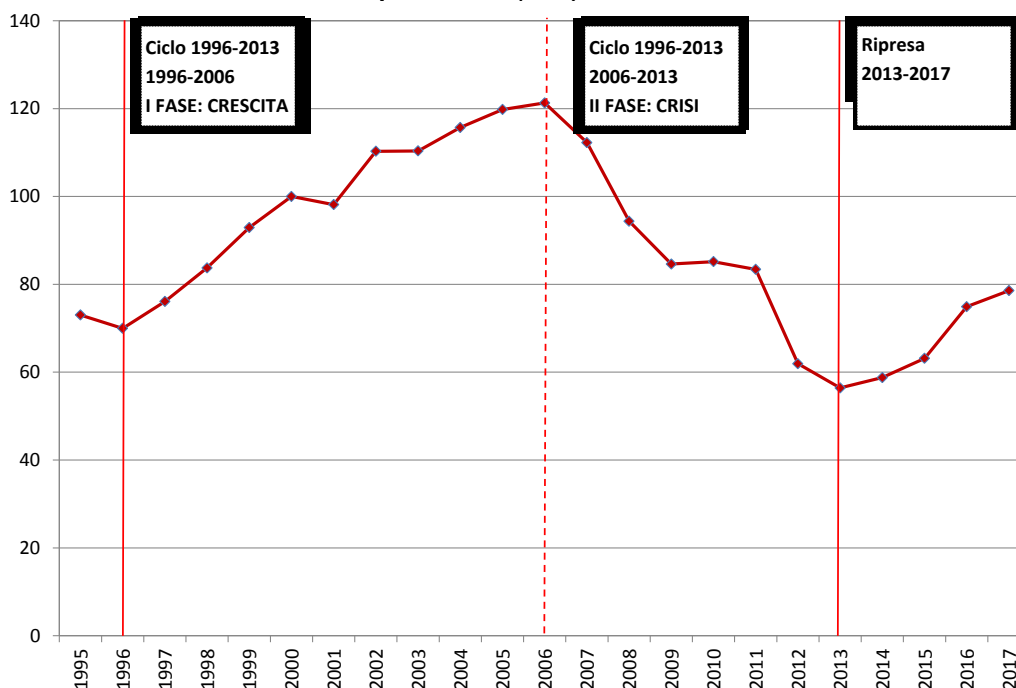
<https://www.agenziaentrate.gov.it/wps/content/Nsilib/Nsi/Schede/FabbricatiTerreni/omi/Pubblicazioni/Rapporti+mutui+ipotecari/>.

⁵ Nei termini utilizzati nel Rapporto mutui ipotecari equivalgono a quelle iscrizioni ipotecarie su abitazioni il cui capitale erogato è destinato per finanziare gli acquisti di quelle stesse abitazioni – denominato "mercato A", nel Rapporto mutui ipotecari.

2. Il quadro generale del periodo 2000-2017

È ampiamente conosciuto il *trend* che ha caratterizzato il mercato residenziale dalla metà degli anni '90 del primo millennio a tutti gli anni duemila. Il periodo considerato mostra una forte crescita del numero di case acquistate nel decennio 1996-2006 (dal 2000 al 2006 sono state quasi 5,4 milioni le abitazioni compravendute), seguita da un'altrettanta forte caduta del numero di acquisti (tra il 2007 e il 2013 si sono avute circa 1,4 milioni di compravendite in meno rispetto al periodo di crescita). Dal 2014 si assiste a una ripresa delle compravendite. L'andamento descritto è ben rappresentato dalla Figura 1.⁶

Figura 1 – Numero indice unità abitative compravendute (NTN) – anno base 2000 = 100



Fonte: nostre elaborazioni su dati OMI – Agenzia delle Entrate; per gli anni 1995-1999 si tratta di elaborazioni OMI-Agenzia delle Entrate su dati Ministero degli interni.

I fattori determinanti del ciclo del mercato residenziale descritto nella figura dipendono anzitutto da quelli che, in via generale, incidono sulle variazioni della domanda di abitazioni. Queste, in prima approssimazione e a livello aggregato, rispondono alle seguenti variabili:

- a) stock di risparmio accumulato;
- b) costo del finanziamento;
- c) livello dei prezzi di offerta delle abitazioni;
- d) redditi correnti e attesi.

In secondo luogo sul ciclo influisce l'entità, la tipologia, la distribuzione e la variazione dello stock di abitazioni offerto sul mercato.

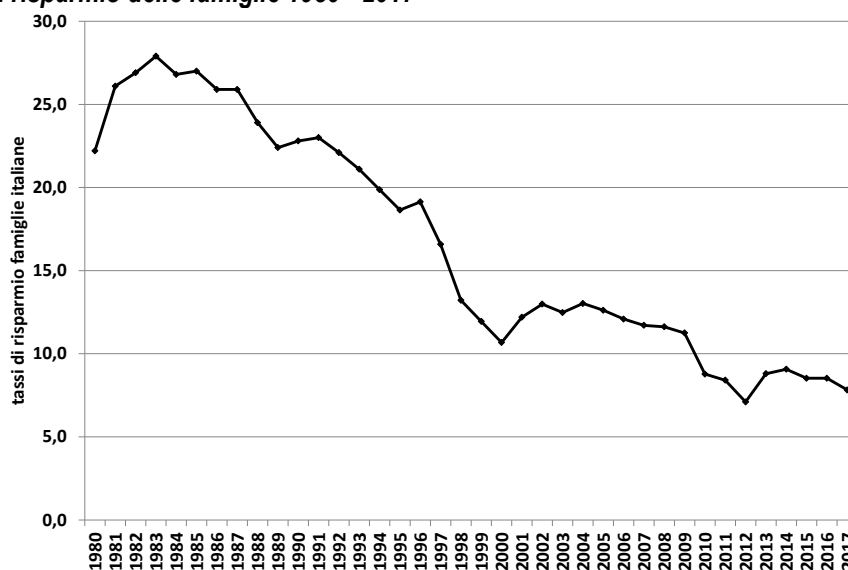
Le figure successive mostrano l'andamento del tasso di risparmio delle famiglie tra 1990 e il 2017 e quello del tasso di interesse dal 1995 al 2017.

⁶ Si precisa che le quantità scambiate (NTN) sono state considerate al netto delle compravendite avvenute nell'ambito del processo di cartolarizzazione e dismissione effettuate tra il 2002 e il 2009, tramite la società SCIP, dall'Agenzia del Demanio e dagli enti previdenziali. Si è ritenuto opportuna tale scelta in quanto le modalità di vendita delle abitazioni nel processo di cartolarizzazione, (in particolare, opzione all'acquisto da parte dell'inquilino e sconto sul prezzo di mercato) non possono rappresentare una domanda (e offerta) che autonomamente si esplica sul libero mercato. In quel processo di dismissione, sono state vendute abitazioni anche tramite asta che, in effetti, rappresenterebbero compravendite da includere nella statistica. Tuttavia, non avendo disponibili informazioni che permettano di distinguere tra le diverse modalità di vendita e considerando che il caso di vendita all'asta è stato del tutto minoritario, si sono sottratte dalle compravendite totali, tutte quelle derivanti dal processo di dismissione descritto.

Nel ventennio antecedente il 2000 le famiglie italiane hanno accumulato un cospicuo ammontare di risparmio, tenuto conto che tra il 1980 e il 1998 il tasso di risparmio annuo non è mai stato inferiore al 15%, con picchi superiori al 25% tra il 1983 ed il 1987 (vedi Figura 2). Così alla fine degli anni novanta, la possibilità di acquistare abitazioni (sia come abitazione principale sia per investimento), aveva una base finanziaria relativamente solida.

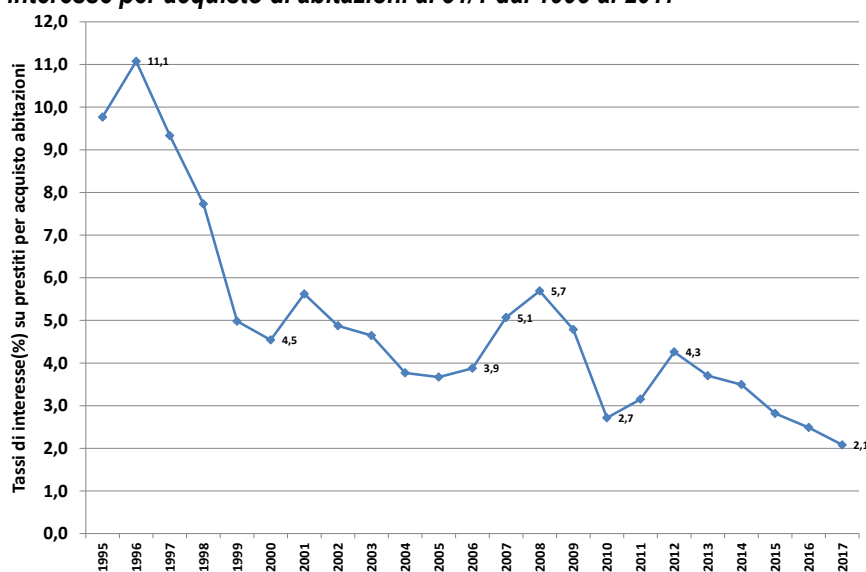
Tale condizione fu poi rafforzata dalla formidabile discesa dei tassi di interesse per il finanziamento degli acquisti in abitazioni, causata dal processo disinflazionistico dell'economia italiana e poi dall'adesione alla moneta unica. Dall'11,1% del 1996 il tasso di interesse scese fino al 4,5% nel 2000: una riduzione di ben sette punti percentuali (vedi Figura 3). Questo consentì a molte famiglie, che possedevano la quota necessaria di risparmio accumulato, di accedere al mutuo per finanziare l'acquisto essendo il costo del finanziamento via via più basso e quindi l'incidenza della rata sul reddito più sostenibile.

Figura 2 – Tasso di risparmio delle famiglie 1980 - 2017



Fonte: ISTAT; per gli anni 1980-1994 dati tratti da Bassanetti-Rondinelli, "La difficoltà di risparmio nelle valutazioni delle famiglie italiane" in QEF – Banca d'Italia N.147 – febbraio 2013, che riporta elaborazioni su dati ISTAT

Figura 3 – Tassi di interesse per acquisto di abitazioni al 31/1 dal 1995 al 2017

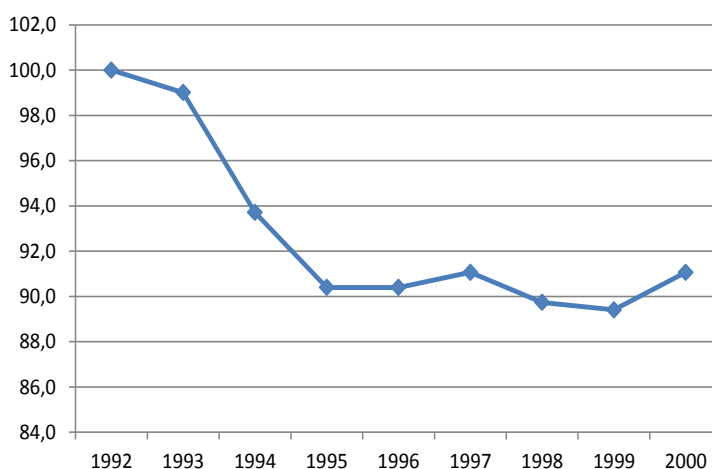


Fonte: Banca d'Italia

Nel decennio 1996-2006 il tasso di crescita del PIL in termini reali registrò un incremento dell'1,5% medio annuo; analogamente crebbe anche la spesa per consumi finali delle famiglie residenti (+1,6%). Nello stesso periodo le retribuzioni interne lorde (costo del lavoro) a prezzi di mercato aumentarono del 4,5% medio annuo.⁷ Una condizione generale che, pur in condizioni di bassa crescita (con alcuni brevi balzi del PIL reale nel 2000, +3,7%, e nel 2006, +2%) consentiva alle famiglie di avere aspettative per il futuro quantomeno non negative. Esistevano quindi le condizioni macroeconomiche di contesto per una disponibilità all'acquisto dell'abitazione da parte delle famiglie.

Sul fronte specifico del mercato residenziale, inoltre, i prezzi in termini reali all'inizio dell'anno 2000 erano ancora inferiori a quelli registrati nel breve ciclo 1990-1993, in particolare rispetto al 1992. Infatti, con riferimento all'anno base 1992 (I=100), nel 2000 l'indice risultava pari a 91,1, con una riduzione percentuale del livello, quindi, dell'8,9%, come mostra la Figura 4. In termini relativi, rispetto ai periodi immediatamente precedenti alla forte caduta dei tassi di interesse, le case risultavano pertanto, in termini reali, anche meno care.

Figura 4 – Indice prezzi delle abitazioni in termini reali

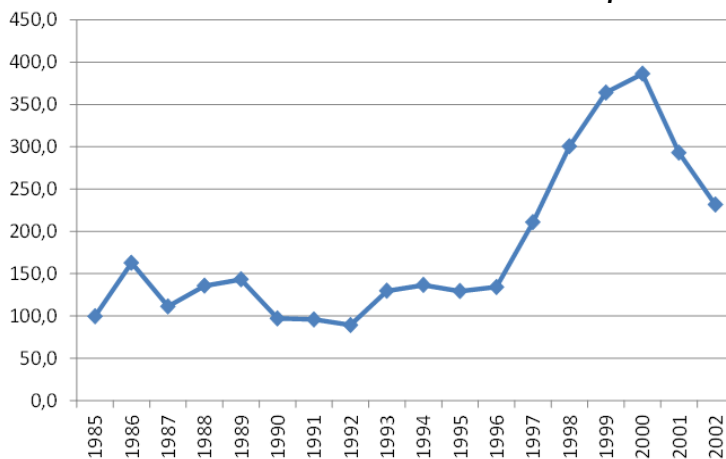


Fonte: nostre elaborazioni su dati tratti da L. Cannari, G. D'Alessio e G. Vecchi I prezzi delle abitazioni in Italia, 1927-2012, in *Questioni di Economia e Finanza (Banca d'Italia)*, Numero 333 – Giugno 2016

Infine, si deve rammentare, pur se ciò ha avuto influenza solo per la parte della domanda immobiliare indirizzata all'investimento (cioè diretta a trarre un rendimento affittando l'abitazione acquistata), che a partire dall'inizio degli anni 2000 gli investimenti finanziari divennero assai più incerti. Per esempio, si può osservare che l'indice dei corsi azionari *total returns*, deflazionato con l'indice dei prezzi al consumo, tra il 2000 ed il 2002, dopo quattro anni di intensa crescita, fu segnato da un crollo (vedi Figura 5). Ciò probabilmente indusse una parte dei risparmiatori a riallocare quantomeno il nuovo flusso di risparmio verso l'investimento immobiliare e anche nello specifico segmento residenziale.

⁷ I dati citati sono tratti da ISTAT, database ISTAT edizione aprile 2018.

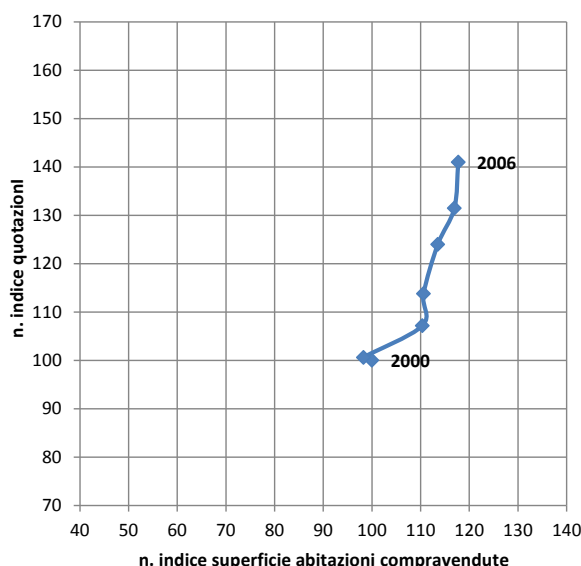
Figura 5 – Indice dei corsi azionari total returns deflazionato con l'indice dei prezzi al consumo



Fonte: Mediobanca

Queste condizioni generali hanno sollecitato la crescita della domanda di abitazioni cui ha fatto immediatamente seguito una crescita dei loro prezzi nominali, seppur con intensità differenziata tra i diversi territori, come vedremo nel successivo capitolo.

Figura 6 – Quotazioni e quantità periodo 2000-2006 - abitazioni



Fonte: nostre elaborazioni su dati OMI – Agenzia delle Entrate

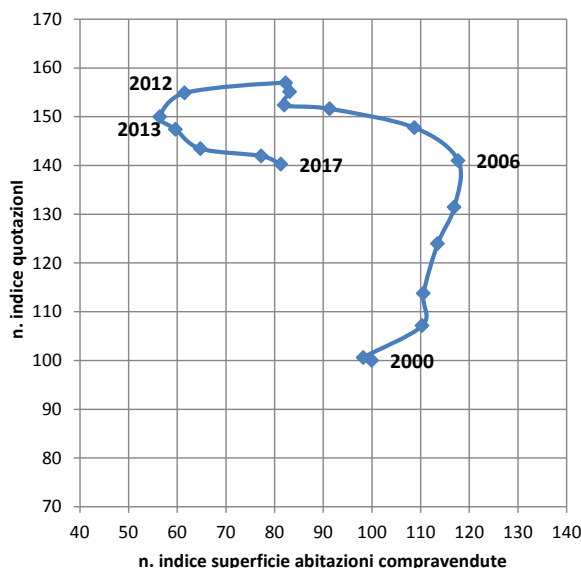
Nella Figura 6 è riportato il ciclo residenziale nel periodo 2000-2006 mediante i numeri indici delle quotazioni⁸ e delle quantità.⁹ In tale periodo le quantità compravendute, in termini di superfici, incrementano a un tasso medio annuo del 2,8%, mentre le quotazioni a un tasso più che doppio e pari al 6,3%.

⁸ Il numero indice delle quotazioni OMI rappresenta una *proxy* dell'indice dei prezzi ed è calcolato a partire dalla quotazione OMI media comunale (q_i), determinata come media dei valori centrali delle quotazioni di zona (zona OMI), ponderata, per aggregarla a livello nazionale, con la quota di superficie compravenduta delle abitazioni (STN) in ciascun comune sul totale nazionale (la superficie è stimata secondo i criteri metodologici contenuti nella già citata *Nota metodologica - compravendite immobiliari*, si veda nota 3).

In formule, la quotazione media nazionale dell'anno t (Q_t) è $Q_t = \frac{\sum_i (q_i \times s_i)}{\sum_i s_i}$, con q_i la quotazione media delle abitazioni del comune i -esimo nell'anno t (media aritmetica delle quotazioni determinate nei due semestri dell'anno) e s_i la superficie delle abitazioni compravendute nel comune i -esimo nell'anno t .

Nel 2006 si raggiunge l'apice della fase di espansione delle quantità compravendute. Due fattori critici, quali la forte crescita dei prezzi che, si è visto, ha caratterizzato il periodo espansivo e l'inversione di tendenza dei tassi di interesse, diminuiti progressivamente fino al 2005, ma che tra il 1 gennaio 2006 ed il 1 gennaio 2007 aumentano di 1,2 punti percentuali (vedi Figura 3 precedente), fermano la spinta propulsiva del mercato residenziale. A questo si aggiunga che il tasso di risparmio a partire dal 1998 scende sotto la soglia del 15% e quindi tende a ridursi il flusso di nuovo risparmio accumulabile ai fini anche dell'acquisto delle abitazioni. Nella Figura 7 è riportato il ciclo "quotazioni – quantità" relativo alle abitazioni per l'intero periodo 2000-2017.

Figura 7 – Quotazioni e quantità periodo 2000-2017 - abitazioni



Fonte: nostre elaborazioni su dati OMI – Agenzia delle Entrate

Determinata la quotazione media nazionale (o per le altre aggregazioni previste in questo studio) dal 2000 al 2017, fatto pari a 100 l'anno 2000, si è calcolato il relativo numero indice delle quotazioni.

Come è noto dal 2010 l'ISTAT, sulla base del flusso dei dati desunti dagli archivi di Pubblicità Immobiliare, Catasto e registro fornito dall'OMI, elabora l'indice dei prezzi delle abitazioni (IPAB). Vi sono differenze significative tra i due indici nel periodo per il quale possono essere messi a confronto. Tali differenze dipendono dalla assoluta diversità dei dati di base oltreché delle metodologie impiegate. In misura cruciale, tuttavia, le differenze dipendono dalla natura delle quotazioni OMI. Quest'ultime sono volte a misurare l'intervallo di valori per unità di superficie delle diverse tipologie di abitazioni, nelle diverse zone del territorio comunale entro cui più probabilmente si colloca la media dei valori. Il valore centrale di tale intervallo, non è necessariamente rappresentativo del valore medio, dipendendo dalla distribuzione e dalla variabilità dei valori utilizzati per determinare l'intervallo. Si effettua dunque una forte semplificazione, d'altra parte priva di alternative basandosi sulle quotazioni, allorché si calcola la media comunale come media dei valori centrali delle quotazioni di zona. Quel che accade, rispetto all'IPAB, è che le variazioni tendono ad appiattirsi (può infatti ben accadere che il valore medio possa presentare una variazione, ma non l'intervallo dei valori, cosicché il valore centrale di quest'ultimo rimane invariato). La variazione cumulata tra il 2010 e il 2017 (2010=100) è pari a -16,0% per l'IPAB e a -9,6% per l'indice delle quotazioni. D'altra parte l'utilizzo dell'indice delle quotazioni, permette di disporre di una serie storica più lunga e di analizzare dettagli per territorio, per dimensione e per dinamica di mercato, che l'indice IPAB dell'ISTAT ad oggi consente solo per le città di Roma, Milano e Torino (con la pubblicazione del 4 ottobre 2018 – *Prezzi delle abitazioni 2° trimestre 2018* - sono stati diffusi per la prima volta gli indici IPAB per ripartizione geografica – Nord-Ovest; Nord-Est; Centro; Sud/Isole - e per i tre grandi comuni). Per solo tali città, e dal 2010, è stato quindi utilizzato nella costruzione dell'indice delle quotazioni l'indice IPAB pubblicato. Quindi, pur consapevoli dei limiti dell'indice delle quotazioni utilizzato in questo lavoro, il suo impiego è comunque di grande utilità per concorrere a descrivere le tendenze dei fenomeni e delle caratteristiche del mercato residenziale altrimenti non indagabili.

⁹ Si ribadisce che nelle quantità scambiate sono state considerate le compravendite al netto delle cartolarizzazioni di Stato ed enti previdenziali effettuate tra il 2002 e il 2009 tramite la società SCIP. Si fa presente, inoltre, che d'ora in poi l'universo di riferimento è rappresentato dai 7.629 comuni disponibili nel 2017, ad esclusione dei comuni per i quali vige il sistema tavolare (in particolare è escluso l'intero Trentino-Alto Adige, le province di Gorizia e Trieste e alcuni comuni minori).

Nel 2007 le compravendite di abitazioni si riducono per cause che possiamo definire *endogene* al mercato immobiliare, nel senso che dipendono dalle variabili che influenzano le variazioni della domanda.

Nel 2008-2009 esplose la crisi finanziaria e dell'economia reale¹⁰ e si registra il crollo delle quantità di abitazioni compravendute: tra il 2006 ed il 2009 le quantità (in termini di superfici) si riducono di oltre il 30%. L'indice delle quotazioni continua a salire. Il tracollo delle quantità compravendute è dovuto alla riduzione della domanda innescata dalla crisi economica generale: il PIL reale si riduce dell'1,1% nel 2008 e di un ulteriore 5,5% nel 2009. Il PIL pro-capite a prezzi di mercato del 2009 segna il -7,7% rispetto a quello registrato nel 2007. Si riduce l'occupazione: nel 2009 si contano quasi 600 mila occupati in meno rispetto al 2007. La crisi ovviamente fa mutare drasticamente anche le aspettative delle famiglie in ordine alle previsioni sul futuro e ciò non fa che amplificare i dati oggettivi che spiegano la riduzione della domanda di abitazioni. La significativa caduta dei tassi di interesse (tre punti tra il 2008 ed il 2010) non produce nell'immediato alcun risultato, anche perché le politiche di erogazione del credito diventano oltremodo prudenti.

Tra il 2010 e il 2011, tuttavia, si assiste ad una condizione di stazionarietà del mercato residenziale (le superfici compravendute aumentano nel complesso, tra il 2009 e il 2011, dello 0,4%, mentre le quotazioni incrementano dello 0,6%).

Nel 2012 sopraggiunge la seconda crisi, legata anche alla crisi del debito sovrano, con il PIL che si riduce in termini reali del -2,8% nel 2012 e di un ulteriore -1,7% nel 2013. Lo *spread* tra i BTP decennali e gli omologhi *Bund* tedeschi schizzò nel novembre 2011 fino a un massimo di 574 punti base. Il PIL a prezzi di mercato pro-capite nel 2014 risulta inferiore dell'11,6% rispetto al 2007. Gli effetti di questa seconda crisi sul mercato residenziale, in termini di quantità di superficie compravenduta, sono devastanti: -31,2% tra il 2009 ed il 2013. In sostanza, la superficie compravenduta nel 2013 risulta più che dimezzata rispetto a quella del 2006 (circa il 48% in meno). In questa fase, l'aumento nel 2012 dell'imposta patrimoniale sugli immobili (IMU) non fu certamente un corroborante. In effetti, l'incremento di un'imposta patrimoniale influenza negativamente soprattutto la domanda per investimento o per tempo libero (la seconda casa), in quanto riduce il rendimento netto e rende più oneroso il costo d'uso. Tuttavia, per la domanda di investimento in abitazioni, in particolare per i redditi più elevati, venne in soccorso, nel 2012, la cosiddetta cedolare secca¹¹ che si applica alle locazioni per uso abitativo tra persone fisiche.

Con la seconda crisi anche l'indice delle quotazioni, a partire dal 2012, inizia a flettere, come ovvia conseguenza dell'ulteriore crollo della domanda.

Tale riduzione, assieme alla nuova discesa dei tassi di interesse, che tra il 2012 ed il 2017 scivolano progressivamente dal 4,3% al 2,1% (vedi Figura 3), oltre al ritorno a politiche creditizie meno severe da parte del sistema bancario, determinano una ripresa delle compravendite a partire dal 2014, con un picco nel 2016, che prosegue ancora nel 2017.

Un riepilogo delle tendenze registrate nelle diverse fasi del ciclo e della ripresa è condensato nella Tabella 1.

La variazione dello stock di abitazioni,¹² sia come numero di unità immobiliari censite in catasto, che come superficie delle stesse, aumenta per l'intero periodo 2000-2017 ad un tasso medio annuo, rispettivamente dell'1,24% e dell'1,35%. Il tasso medio annuo risulta più alto nella fase di crescita del ciclo (+1,77% in termini

¹⁰ Al riguardo sono stati scritti innumerevoli saggi e contributi sulla crisi. Per tutti, si può far riferimento a N. Roubini, S. Mihm, *La crisi non è finita*, Feltrinelli Editore, Milano, 2010.

¹¹ I redditi da locazione per uso abitativo, non concorrono al reddito complessivo soggetto alla progressività dell'IRPEF, ma scontano un'imposta proporzionale pari al 21% in caso di canoni liberi. Si può dimostrare, relativamente ai proprietari di abitazioni, che per redditi non derivanti da proprietà abitativa superiori ai 48-50 mila euro lordi e redditi da locazione di abitazioni pari a 781 euro/mese (il doppio del canone medio da locazione nazionale), l'aumento dell'IMU e l'utilizzo della cedolare secca non ha comportato in media alcun aggravio di tassazione, anzi un beneficio (considerando ICI e IMU all'aliquota massima dell'1,06% e relativamente all'anno 2012).

¹² La variazione dello stock censito in catasto non dipende soltanto dalle nuove costruzioni, ma da numerosi altri fattori quali le fusioni, i frazionamenti, i cambi di destinazione d'uso, gli ampliamenti e da fattori amministrativi-fiscali (per es. il passaggio al catasto urbano delle case rurali, oppure la campagna di accatastamento di immobili mai dichiarati, i cosiddetti "immobili fantasma"). Il riferimento alla superficie, consente di elidere la componente di fusioni e frazionamenti (le unità si riducono o aumentano, ma la superficie, tendenzialmente, rimane invariata) ed è quindi maggiormente indicativa dell'effettivo sviluppo immobiliare che vi è stato negli anni considerati.

di superficie) e si attenua nella fase di crisi (+1,52%). Nella fase di ripresa degli scambi, si assiste a un crollo del tasso medio annuo che risulta circa 1/4 di quello della fase di crescita (+0,42%).

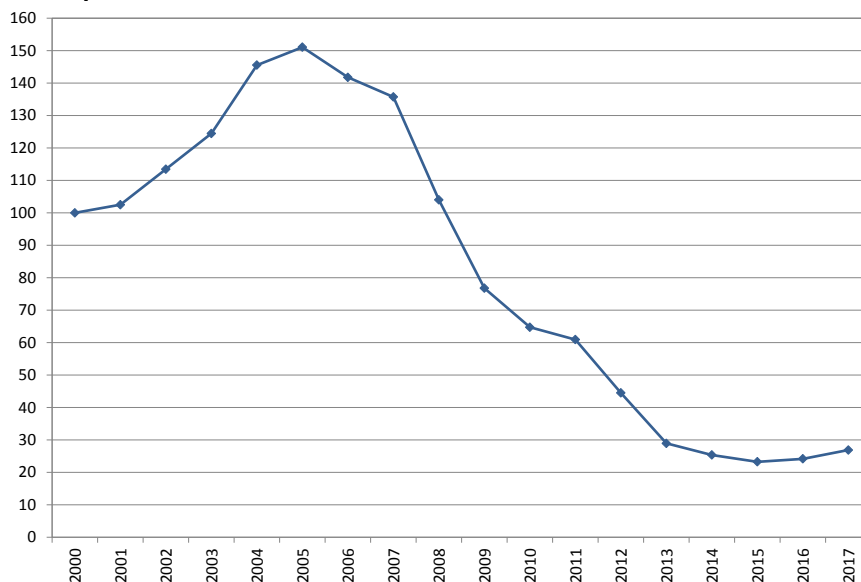
Tabella 1 – Riepilogo tassi medi annui stock, valore e fatturato teorico

	Intero periodo	Fase di crescita	Fase di crisi	Ripresa
TASSI MEDI ANNUI	2000-2017	2000-2006	2006-2013	2013-2017
Stock abitazioni	1,24%	1,71%	1,39%	0,26%
Stock superficie abitazioni	1,35%	1,77%	1,52%	0,42%
Valore patrimonio abitativo (VP)	3,18%	8,22%	1,81%	-1,65%
Valore patrimonio per abitazione (Vpa)	1,92%	6,40%	0,41%	-1,91%
VPa al netto dell'inflazione	0,16%	3,96%	-1,61%	-2,25%
p.m. Tasso inflazione prezzi al consumo (NIC)	1,75%	2,35%	2,05%	0,35%
Superficie abitazioni compravendute	-1,21%	2,76%	-9,96%	9,55%
"fatturato" teorico abitazioni compravendute	0,78%	8,81%	-9,16%	7,72%

Fonte: nostre elaborazioni su dati OMI – Agenzia delle Entrate

Va considerato, al riguardo, che l'accatastamento avviene (o dovrebbe avvenire) entro trenta giorni dalla ultimazione dei lavori (in caso di nuova costruzione). Poiché il processo costruttivo richiede un periodo di produzione anche di qualche anno, il crollo del tasso medio annuo dello stock di superficie registrato nel periodo della ripresa degli scambi è l'esito del blocco del settore delle costruzioni intervenuto nel periodo della crisi che, peraltro, stenta a riprendersi. Dalle statistiche sui *Permessi a costruire* dell'ISTAT, che rappresentano normalmente l'atto di avvio del processo produttivo, si ricava il numero indice dei permessi a costruire abitazioni (vedi Figura 8). L'apice si riscontra nel 2005, poi segue un crollo nel 2008-2009 (-43% nel biennio, rispetto al 2007), seguito da un ulteriore crollo con la seconda crisi del 2012-2013 (-31% rispetto al 2010).

Figura 8 – Numero indice permessi a costruire abitazioni



Fonte: nostre elaborazioni su dati ISTAT

La discesa si arresta nel 2015, quando però il numero di abitazioni con permesso di costruire si attesta a circa 43.000 abitazioni, pari a circa 1/6 rispetto all'apice del 2005. La crisi si è quindi riverberata, e non poteva essere altrimenti, in misura particolarmente aspra sul settore delle costruzioni che, nonostante la ripresa degli scambi, stenta ancora a recuperare¹³ visti i timidi segnali positivi nel 2016 e nel 2017, che tengono comunque l'indice sotto i 30 punti.

Il valore del patrimonio abitativo passa dai 3.171 miliardi di euro del 2000 ai 5.400 miliardi del 2017, registrando una crescita del 3,18% medio annuo per l'intero periodo, esito dei *trend* delle quotazioni e delle superfici, e di un aumento di oltre l'8% medio annuo nel periodo di ascesa del ciclo, di un quasi +2% medio annuo nella fase di crisi e della riduzione di -1,65% medio annuo nella fase di ripresa degli scambi, causata dalla discesa dei prezzi e quindi delle quotazioni.

Calcolando il valore patrimoniale medio per unità abitativa e deflazionandolo con l'indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività, si ottiene che il valore "reale" è cresciuto nell'intero periodo 2000-2017 dello 0,16% annuo. Sembrerebbe quindi confermata la percezione che nel lungo periodo l'investimento in abitazioni assolva al compito di garantire il capitale in termini reali. Questo è vero se l'investimento fosse stato fatto, appunto, nel 2000. Infatti, nel periodo di crescita il valore reale aumenta addirittura a un tasso medio annuo di quasi il 4%, ma nel periodo di crisi il valore reale si riduce in media annua a un ritmo del 1,6% e nel periodo di ripresa degli scambi la riduzione passa a un ritmo del 2,25%.

Per quanto riguarda le quantità di abitazioni compravendute, in termini di superfici, tra il 2000 e il 2017 il mercato decresce del -1,2% medio annuo, risultante di un +2,8% circa medio annuo tra il 2000-2006, di una decrescita di circa il 10% medio annuo nel successivo periodo di crisi (2006-2013) e di una nuova crescita medio annua del 9,6% nel periodo di ripresa 2013-2017.

Il fatturato teorico, ovvero le quotazioni medie comunali moltiplicate per le superfici compravendute, passa dai circa 77 miliardi di euro del 2000 ai quasi 128 miliardi del 2006, per poi scendere ai 65 miliardi circa del 2013 e risalire successivamente (il calo dei prezzi è più che compensato dall'aumento delle superfici compravendute) a circa 87,7 miliardi di euro, con tassi medi annui di variazione pari rispettivamente a +0,8% per l'intero periodo, 8,8% per il periodo di crescita, -9,2% negli anni 2006-2013 e infine +7,7% nell'ultima fase di ripresa degli scambi.

L'andamento dei prezzi e quindi delle quotazioni, ha registrato un *lag temporale* prima che si manifestassero gli effetti della crisi. In sostanza solo con la seconda crisi – biennio 2012-2013 – i prezzi nominali muovono verso il basso. Nella prima fase della crisi l'aggiustamento alla caduta della domanda di abitazioni avviene tutto sul lato delle quantità scambiate e non dei prezzi, che rimangono stazionari se non in lieve aumento. Successivamente, inizia la discesa che, peraltro stimola la ripresa degli scambi anche se, presumibilmente, disincentiva al contempo l'avvio di nuovi progetti di sviluppo immobiliare nel settore residenziale in quanto riduce il margine di profitto conseguibile.

Sempre sull'argomento si ritiene utile approfondire le diverse dinamiche dei prezzi delle abitazioni tra l'Italia e la media dei paesi della UE sulla base dei dati ufficiali disponibili. A tal fine è riportata, nella Figura 9, la serie storica dell'indice dei prezzi della media UE (linea rossa) e quella relativa all'Italia. La fonte è il database di EUROSTAT (tranne per l'Italia per gli anni 2008 e 2009, dove i numeri indice sono stati elaborati sulla base dell'indice delle quotazioni OMI). L'anno base è il 2015 (2015 = 100).

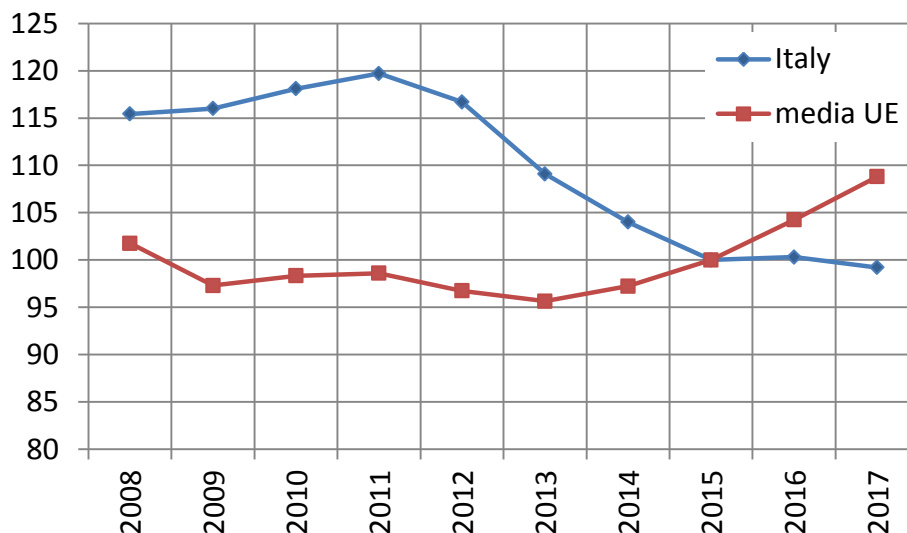
È opportuno sottolineare che, rispetto all'anno base 2015, due anni dopo la crisi del 2008-2009, il livello dell'indice dei prezzi è abbondantemente superiore in Italia rispetto alla media europea. Ciò segnala un incremento dei prezzi nei periodi passati (la prima metà degli anni 2000) davvero ragguardevole in Italia rispetto alla media europea.

In secondo luogo, la reazione dei mercati residenziali sul fronte dei prezzi a fronte dello *shock* della crisi del 2008-2009 è assai diversa in Italia rispetto alla media europea. Tra il 2008 ed il 2009, la media dei prezzi nella

¹³ Sulla necessità di una ripresa del settore mediante un'ulteriore espansione estensiva dello stock di abitazioni, in molti nutrono peraltro ampie perplessità, ritenendo, al contrario, opportuno risparmiare sul consumo del suolo e quindi intervenire sul già costruito attraverso ristrutturazioni, riconversioni, e interventi di infrastrutturazione, per quelli che oggi vengono denominati *processi di rigenerazione* urbana. Un tema gigantesco che richiede analisi a sé e che quindi non sarà sviluppata in questo studio.

UE si riduce del 4,4%; in Italia del solo -0,4%. Se per la media dei paesi europei l'aggiustamento alla crisi avviene sul lato dei prezzi e, presumibilmente (non si hanno dati certi per la UE), delle quantità, in Italia i prezzi risultano stazionari e contemporaneamente crollano le compravendite. L'aggiustamento, in questa fase avviene in Italia, come si è detto, dal lato delle quantità e non dei prezzi.

Figura 9 – Numero indice prezzi abitazioni



Fonte: Eurostat e per Italy ns elaborazioni su ISTAT: 2008-2009 calcolato sull'indice quotazioni, dal 2010 su sull'IPAB dell'ISTAT ripreso nelle statistiche Eurostat

I due anni compresi tra il 2009 e il 2011, vedono una situazione relativamente simile tra Italia e media UE, sul fronte della variazione dei prezzi (+3,2% in Italia e +1,3% nella media UE).

La svolta, nella dinamica dei prezzi, avviene nel biennio 2012-2013. Sul fronte del mercato residenziale, questa volta, oltre alla seconda caduta verticale delle compravendite, indotta dalla secca riduzione della domanda, in Italia si assiste a una riduzione dei prezzi delle abitazioni nettamente più accentuata che nel resto della UE (rispettivamente -8,9% e -3,0%).

Dal 2014 al 2017, mentre in tutta la UE vi è una ripresa dei prezzi, in Italia, invece, continua la discesa dei prezzi anche se via via più attenuata. Nel complesso, infatti, i prezzi in media UE salgono tra il 2013 e il 2017 del +13,8%, mentre in Italia si registra una riduzione del 9,1%.

In Italia, dunque, la crisi ha fatto sentire il suo effetto sui prezzi nominali con un certo *lag* temporale, ovvero solo allorché si è manifestata la seconda crisi del 2012-2013. Il successivo marcato trascinarsi della discesa dei prezzi dipende anche dal fatto che proprio la seconda crisi del 2012 è stata in Italia molto più acuta che nel resto d'Europa, essendo segnata da una più accentuata caduta del PIL rispetto ad altri Paesi e da una più lenta ripresa economica. Peraltro, la vivacità dei prezzi della media UE è segnata anche dalla presenza di situazioni di eccesso in alcuni paesi, che ha indotto le autorità nazionali di quei Paesi ad introdurre politiche macroprudenziali di calmieramento della domanda onde evitare crisi da speculazione e quindi instabilità finanziaria.¹⁴

¹⁴ Al riguardo è utile, anche se aggiornato al 2014, l'articolo di D. Ciani, W. Cornacchia e P. Garofalo, *Le misure macroprudenziali introdotte in Europa per il settore immobiliare*, in Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza*, n. 227, settembre 2014.

3. I diversi cicli immobiliari in Italia del settore residenziale: analisi territoriale

Nel paragrafo precedente è stato analizzato il ciclo immobiliare e il suo andamento riferito alle abitazioni per l'intero territorio nazionale, cercando di enucleare i fattori e le variabili che lo hanno indotto, sia pure senza l'eleganza e la precisione di un modello econometrico.

Tuttavia, se il dato viene disaggregato territorialmente in base a vari criteri, si osserva che non occorre più discutere di "ciclo" immobiliare bensì di "cicli", in quanto si osservano significative differenziazioni se l'aggregazione territoriale (dei comuni) è l'area geografica di appartenenza (Nord, Centro Sud) o la classe di dinamica di mercato¹⁵ oppure per dimensione economica relativa del mercato di scambio.¹⁶

Nella tabella che segue (Tabella 2), dove è riportata la numerosità dei comuni nell'incrocio tra le diverse variabili considerate, emerge che il numero dei comuni con dinamica "forte" e dimensione superiore o uguale alla taglia "Large" sono in tutto 149 (2% su il totale dei comuni), con un peso relativo superiore al Centro (3,4%), a cui segue il Nord (2,6%) e in ultimo il Sud (0,4%). Per contro i comuni con dinamica "scarsa" e dimensione uguale alla taglia "Small" sono in tutto il 19,9% del totale nazionale, ma con un peso relativo notevolissimo al Sud (48,7%) e nettamente inferiore al Centro (11,9%) e ancor meno al Nord (4%). Questa distribuzione dei poli della dinamica e della dimensione fa già emergere una significativa differenza quantitativa tra il Centro-Nord e il Sud.

¹⁵ L'aggregazione dei comuni in classi di *dinamica* del mercato di scambio del settore residenziale è stata stabilita sulla base del rapporto tra il «fatturato» teorico medio e il valore del patrimonio abitativo medio dal 2004 al 2017, considerato come la misura della dinamica del mercato comunale nel periodo analizzato. I comuni italiani sono stati ordinati secondo tale rapporto e aggregati in 5 classi di 1.526 comuni ciascuna, individuate attraverso i quintili della distribuzione con le seguenti denominazioni:

- 1° quintile – SCARSA
- 2° quintile – DEBOLE
- 3° quintile – MEDIA
- 4° quintile – CONSISTENTE
- 5° quintile – FORTE

¹⁶ La *dimensione* economica relativa del mercato di scambio del settore residenziale è ottenuta disaggregando i comuni italiani in classi sulla base della propria quota di fatturato teorico rispetto al totale nazionale. Sono individuate cinque classi che rappresentano le "taglie" dimensionali alle quali ciascun mercato comunale appartiene. Il parametro soglia che definisce i limiti delle classi è la quota di fatturato teorico per le compravendite delle abitazioni cumulato dal 2004 al 2017 in ciascun comune rispetto a quello nazionale nello stesso periodo. Nel prospetto che segue sono definiti i valori delle soglie utilizzati per la suddivisione, secondo la taglia di mercato, in classi di comuni.

Taglia di mercato	Limiti delle classi (fatturato comunale su nazionale)	N. Comuni
Small - S	quota fatturato comunale $\leq 0,02\%$	6.811
Medium - M	$0,02\% < \text{quota fatturato comunale} \leq 0,05\%$	546
Large - L	$0,05\% < \text{quota fatturato comunale} \leq 0,4\%$	256
Extra Large - XL	$0,4\% < \text{quota fatturato comunale} \leq 5\%$	14
Double Extra Large - XXL	quota fatturato comunale $> 5\%$	2 (Roma e Milano)

Cfr. Osservatorio Mercato Immobiliare Agenzia delle Entrate - *Nota metodologica Compravendite immobiliari - Statistiche OMI (aggiornata al 22 maggio 2018)* – in:

<https://www.agenziaentrate.gov.it/wps/content/nsilib/nsi/schede/fabbricatiterreni/omi/pubblicazioni/note+metodologiche+2018>

Per questa ragione è utile iniziare a valutare i cicli immobiliari nel settore residenziale per disaggregazione di area territoriale.

Tabella 2 – Numerosità comuni per classi di dinamica, area geografica e dimensione

	SCARSA	DEBOLE	MEDIA	CONSISTENTE	FORTE	Totale
NORD	166	608	952	1.099	1.276	4.101
S	166	608	935	1.010	938	3.657
M	-	-	11	65	232	308
L	-	-	6	24	97	127
XL	-	-	-	-	8	8
XXL	-	-	-	-	1	1
CENTRO	117	228	242	237	161	985
S	117	224	213	168	84	806
M	-	3	21	37	44	105
L	-	1	8	32	30	71
XL	-	-	-	-	2	2
XXL	-	-	-	-	1	1
SUD	1.243	690	332	190	88	2.543
S	1.238	672	268	114	56	2.348
M	5	16	49	41	22	133
L	-	2	15	31	10	58
XL	-	-	-	4	-	4
XXL	-	-	-	-	-	-
Totale	1.526	1.526	1.526	1.526	1.525	7.629

Fonte: nostre elaborazioni su dati OMI – Agenzia delle Entrate

3.1. I cicli per area geografica

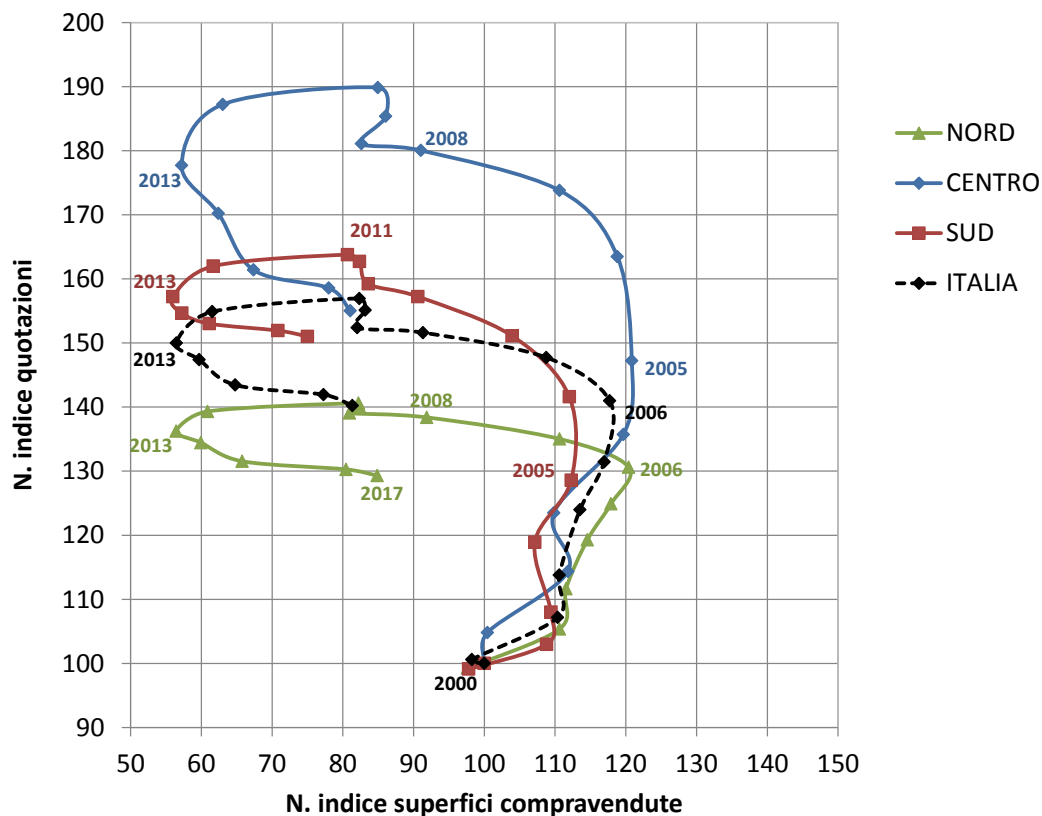
La Figura 10 è costruita ponendo in ascissa il numero indice delle superfici delle abitazioni compravendute e sull'ordinata il numero indice delle quotazioni¹⁷ per ciascuno degli anni 2000-2017 (2000=100).

Si evidenziano immediatamente sia alcune costanti sia alcune significative differenze. Quanto ai fattori costanti, il primo è relativo alla periodizzazione dei punti di svolta del ciclo in ordine al *trend* delle quantità di superfici compravendute. Al Nord il ciclo espansivo si ferma nel 2006, al Centro e al Sud è anticipato al 2005; la fine della crisi e l'inizio della ripresa si colloca sempre nel 2013. Dal lato dei prezzi, la periodizzazione dei punti di svolta è uguale nelle diverse aree. Il numero indice delle quotazioni, infatti, raggiunge il suo massimo valore nel 2011 e dal 2012, in tutte le aree, si assiste alla progressiva discesa dei prezzi.

Le differenze significative si osservano dal lato *dell'intensità* delle variazioni delle quantità e dei prezzi. Assai vistosa, anzitutto, è la crescita dei prezzi al Centro. Dal 2000 al 2011 il tasso medio annuo di crescita delle quotazioni al Centro è pari all'6%, al Sud al 4,6%, mentre al Nord è quasi dimezzato rispetto al Centro e pari al 3,1%. Sul versante delle quantità compravendute, il tasso medio annuo nel periodo di espansione 2000-2006 è simile tra il Centro e il Nord (rispettivamente +2,9% e 3,1%) e sensibilmente inferiore al Sud (+1,9%).

¹⁷ Vedi nota 8, pag. 5

Figura 10 – Ciclo immobiliare residenziale per area geografica (2000-2017)



Fonte: nostre elaborazioni su dati OMI – Agenzia delle Entrate

La fase di crisi è sintetizzata da tassi medi annui di decrescita delle superfici compravendute (2006-2013) piuttosto simili tra le diverse aree (-10,3% al Nord, -9,9% al Centro e -9,4% al Sud), mentre il calo dei prezzi, nel periodo 2011-2017, avviene a un tasso medio annuo pressoché doppio al Centro (-3,3%) rispetto al Nord (-1,4%) e al Sud (-1,3%).

3.2. I cicli per dinamica di mercato

Utilizzando la disaggregazione dei comuni per dinamica di mercato si può costruire, analogamente alla precedente Figura 10, il ciclo immobiliare del settore residenziale per ciascuna classe della dinamica (Scarsa, Debole, Media, Consistente e Forte).

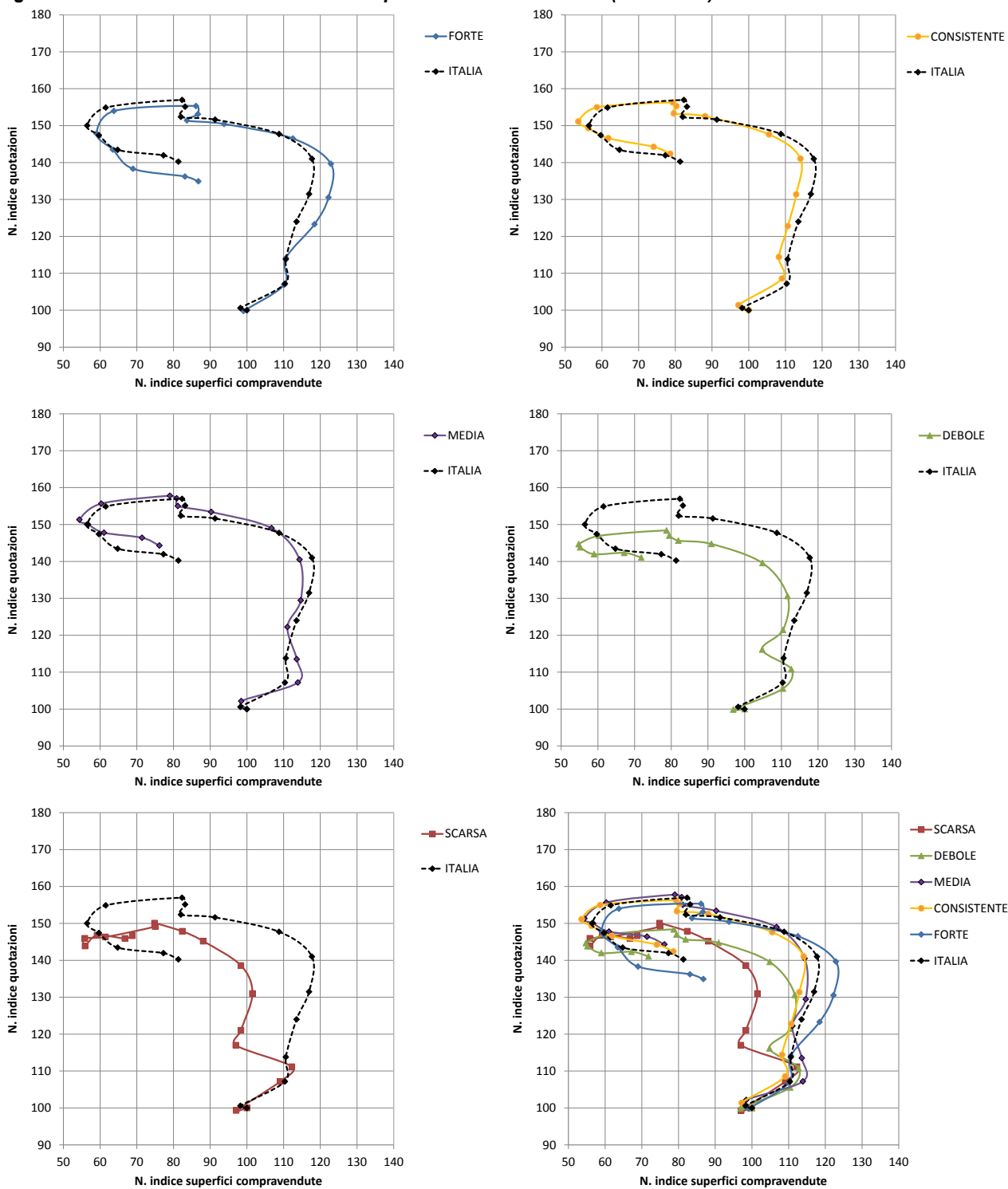
I cicli immobiliari si ravvisano per tutte le classi della dinamica, con andamenti simili, ma intensità e punti di svolta non del tutto omogenei (vedi Figura 11).

Il ciclo immobiliare della dinamica “scarsa” (1.526 comuni che pesano, sul totale nazionale, il 7,7% in termini di stock abitativo e il 6,4% in termini di popolazione) registra il picco delle quantità nel 2003, con il numero indice pari a 112, qualche oscillazione fino al 2006 per poi avviarsi in una discesa che si chiude nel 2014, riducendosi del 50% rispetto al picco del 2003. Dal 2015 inizia una ripresa che nel 2017 consente un recupero del 23%. Riguardo alle quotazioni, si ha una forte crescita impetuosa fino al 2010 (+50% rispetto all’anno base) e poi una riduzione tra il 2011 e il 2014 di circa il 4% e una risalita nel 2015 e nel 2017, complessivamente +1,9%.

Anche la classe “debole” registra il picco delle quantità nel 2003, con quasi il 13% in più di superfici compravendute rispetto al 2000. Inizia poi un andamento decrescente (con oscillazioni al rialzo nel 2005 e nel 2006) fino ad arrivare al minimo del 2013 con il 51% di superfici compravendute in meno rispetto al 2003. Si assiste poi a una ripresa che, fino al 2017, consente di recuperare il 31%, collocandosi al 28% in meno rispetto all’anno base. Riguardo alle quotazioni, si ha una crescita impetuosa fino al 2011 (+48% rispetto all’anno base) e poi una riduzione tra il 2011 ed il 2017 di circa il 5%.

La classe “media” registra invece il picco delle quantità due anni dopo, nel 2005, con circa il 15% in più di superfici compravendute rispetto al 2000. Dal 2006 le compravendite si riducono fino ad arrivare al minimo del 2013 con ben il 53% di superfici compravendute in meno rispetto al picco del 2005. Quindi fino al 2017 recupera il 40%, collocandosi a -24% circa rispetto all’anno base. Le quotazioni, registrano una crescita di circa il 58% fino al 2011 (rispetto all’anno base) e poi un calo del 8,5% tra il 2011 e il 2017.

Figura 11 – Ciclo immobiliare residenziale per dinamica di mercato (2000-2017)



Fonte: nostre elaborazioni su dati OMI – Agenzia delle Entrate

La classe “consistente” raggiunge il picco delle quantità nel 2006 (+14% circa di superfici compravendute in più rispetto all’anno base). Inizia poi l’inversione del ciclo e le superfici diminuiscono tra il 2006 e il 2013, come per la classe “media”, del 53%. Rispetto al minimo del 2013, la successiva ripresa consente di recuperare il 47% fino al 2017, collocandosi a -21% rispetto all’anno base. Le quotazioni, registrano una crescita di oltre il 56% fino al 2011 (rispetto all’anno base) e poi un calo tra il 2011 e il 2017 del 9% circa.

Infine, la classe “forte” presenta il picco delle quantità nel 2006 (circa il 23% di compravendite in più rispetto all’anno base). La riduzione interviene tra il 2006 e il 2013, superando anche in questo caso il 50%. La ripresa consente di recuperare, rispetto al minimo del 2013, il 47% fino al 2017, collocandosi a -13% rispetto all’anno base. Le quotazioni, registrano una crescita di oltre il 55% fino al 2011 (rispetto all’anno base) e poi un deciso calo tra il 2011 e il 2017 del 12,4%.

Dalla disamina dei diversi cicli alcuni punti possono essere sottolineati.

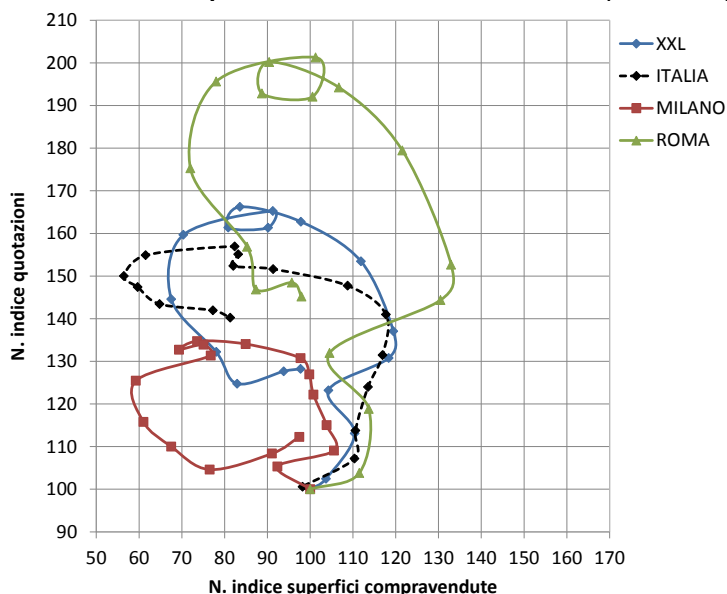
- La conclusione della fase espansiva delle quantità compravendute si colloca in annualità diverse: 2003 per i comuni che registrano una dinamica “scarsa” e “debole”, 2005 per la dinamica “media”, 2006 per quella “consistente” e per la “forte”. La dimensione temporale dell’espansione è quindi tendenzialmente crescente al crescere della classe dinamica, come è logico attendersi.
- La conclusione, dal punto di vista temporale della crisi, misurata dalle variazioni negative delle quantità di superficie compravendute, si colloca invece, per tutte le classi della dinamica, sempre nell’anno 2013 e la sua dimensione, con riferimento ai diversi momenti di picco della fase espansiva per ciascuna classe dinamica, è del tutto simile: tra il 50% e il 53% di compravendite in meno.
- Dal lato dei prezzi, la periodizzazione della fase di crescita si differenzia solo per la classe “scarsa” che termina la corsa dei prezzi nel 2010, con l’insorgere della crisi, mentre per le altre classi l’anno di svolta è il 2011.
- La dimensione della discesa dei prezzi è più intensa al crescere della classe della dinamica: dal -6,9% della “scarsa” al -14% della “forte”.

3.3. I cicli per dimensione di mercato

Utilizzando la disaggregazione dei comuni per dimensione di mercato si può costruire, anche in questo caso analogamente alla precedente Figura 11, il ciclo immobiliare del settore residenziale per ciascuna classe della dimensione di mercato (Small – S; Medium – M; Large – L; Extralarge – XL; Double extralarge - XXL).

La classe dimensionale XXL riguarda solo i due comuni più grandi di Milano e Roma. Dal punto di vista del ciclo immobiliare, tuttavia, la loro aggregazione non è esplicitativa perché le due città presentano un ciclo assolutamente diverso come si può osservare dalla Figura 12.

Figura 12 – Ciclo immobiliare residenziale per la dimensione di mercato XXL (2000-2017)



Fonte: nostre elaborazioni su dati OMI – Agenzia delle Entrate

Milano mostra un ciclo relativamente contenuto sia rispetto alle quantità scambiate che ai prezzi. Le superfici compravendute crescono assai poco: rispetto all'anno base il picco è conseguito nel 2002 con solo il 5,6% in più rispetto al 2000. Successivamente iniziano a decrescere con variazioni negative consistenti nel 2007 e nel 2008, con una lieve ripresa tra il 2010 ed il 2011 e poi con un nuovo consistente crollo nel 2012 (quasi -23% rispetto all'anno precedente). Tuttavia dopo il 2012 inizia una fase di ripresa abbastanza intensa con un recupero di circa il 65% tale da portare le quantità di superfici compravendute a un livello vicino a quello riscontrato nell'anno base (il 2% in meno). I prezzi, invece, segnano un aumento notevole tra il 2000 e il 2008, +35% rispetto l'anno base, quindi, fatta eccezione di un piccolo recupero nel 2010, si verificano flessioni fino al 2015 con un picco di perdita nel 2013 di quasi l'8%. Nel 2016 e nel 2017 i prezzi delle abitazioni recuperano oltre il 7%.

Il ciclo immobiliare residenziale di Milano mostra quindi un andamento tra il 2000 e il 2008 di natura "speculativa" (andamento pressoché stazionario delle compravendite e forte incremento dei prezzi) e poi risponde alla crisi con una sostanziale stabilizzazione del livello medio dei prezzi e una riduzione delle quantità significativa che tuttavia, dal 2014, riprendono a crescere in misura ampia e tale da riportare il livello degli acquisti, come si è detto, ad un livello vicino a quello dell'anno base e del solo 8% inferiore all'anno di picco (2002). Si consideri che per la media nazionale il livello del 2017 è ancora inferiore del 31% rispetto all'anno di picco (2006).

Completamente diverso è il ciclo immobiliare di Roma, che presenta una crescita impetuosa sia dei prezzi sia delle compravendite tra il 2000 e il 2005 (con tassi medi annui di crescita, rispettivamente, del +8,8% e +5,9%). Dopo il 2005 a Roma le superfici compravendute iniziano un netto declino, a parte una parentesi nel biennio 2010-2011, che si ferma nel 2013 quando il livello delle quantità è inferiore del 46% rispetto al picco del 2005. Poi, come nel resto d'Italia inizia la ripresa; tuttavia il tasso medio annuo di crescita delle superfici compravendute tra il 2013 e il 2017 è pari all'8%, rispetto 12,4% segnato da Milano.

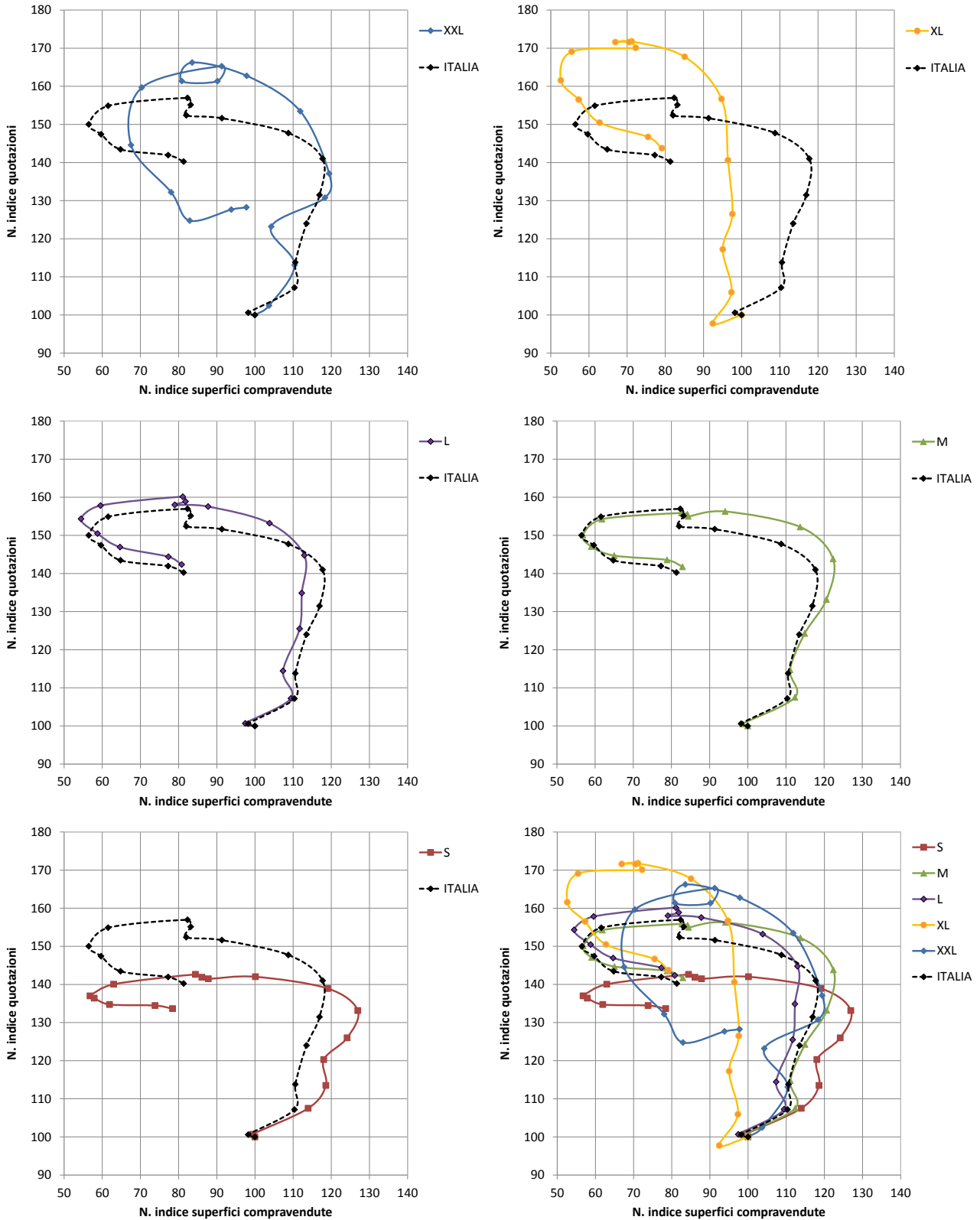
Sul lato dei prezzi dopo il 2005 le quotazioni continuano a salire ancora per un triennio, fino al 2008 quando l'indice delle quotazioni è doppio rispetto all'anno base. Nel 2009 e nel 2010 si ha una prima riduzione, cui segue ancora un rialzo nel 2011. Solo a partire dal 2012 inizia una severa correzione verso il basso dell'indice delle quotazioni. Nel 2017, rispetto al picco del 2008, il livello delle quotazioni si è ridotto di circa il 28%.

Un elemento che può in parte spiegare il diverso andamento dei cicli tra Milano e Roma è lo sviluppo delle nuove costruzioni. In effetti, mentre a Roma tra il 2000 e il 2005, il tasso medio annuo di crescita dello stock abitativo è pari all'1,5%, a Milano non raggiunge la metà di quello di Roma (+0,7%). Questo genera a Milano una pressione della domanda che si scarica solo sui prezzi e non anche nelle quantità acquistate, a differenza di Roma in cui anche le superfici compravendute crescono di pari passo ai prezzi.

Passando ai comuni con dimensione "Extralarge" (XL), si rammenta anzitutto che sono solo 14 i comuni rientranti in tale classe (tutti capoluoghi di provincia) e rappresentano l'8,9% dello stock abitativo nazionale e il 9,8% della popolazione. In termini di superfici compravendute l'andamento è oscillante nei primi anni 2000 (il numero indice è comunque in quegli anni inferiore rispetto all'anno base). Dal 2005 inizia poi un *trend* discendente fino al 2013 quando la variazione rispetto all'anno base è pari a -47% circa, con le variazioni negative più acute nel biennio 2008-2009 e in quello 2012-2013. Le quotazioni, al contrario, mostrano una crescita media annua del +7%, con tassi accelerati fino al 2006 e poi decelerati fino al 2008. Successivamente, dopo due anni di sostanziale stabilità, l'indice delle quotazioni mostra un sensibile ridimensionamento (ad un tasso medio annuo del -2,8% tra il 2011 ed il 2017, con una perdita complessiva nel periodo di quasi il 16%). Anche in questo caso si è di fronte ad un ciclo espansivo soprattutto dal lato dei prezzi e assai modesto dal lato delle quantità (quindi una natura tendenzialmente "speculativa"), con la crisi che porta a una secca riduzione delle quantità scambiate e anche dei prezzi.

I comuni, in totale 256, con dimensione "Large" (L) rappresentano il 23% circa dello stock abitativo nazionale e poco più del 24% della popolazione. In questo caso, vedi Figura 13, il ciclo risulta più espansivo di quello aggregato nazionale dal lato dei prezzi, mentre risulta piuttosto uniforme a quello medio sul lato delle compravendite. Le superfici compravendute tra il 2000 e il 2006 aumentano di circa il 13%. Dopo il picco si avvia la fase discendente, con la parentesi di lieve aumento e stazionarietà del biennio 2010-2011, che si chiude anche qui nel 2013 segnando una variazione negativa rispetto all'anno base del 46% circa. La successiva crescita consente un recupero del 48% fino al 2017. Le quotazioni, al contrario, mostrano una crescita elevata fino al 2008 (tasso medio annuo del +5,8%), una stasi con lievi aumenti fino al 2011 e successivamente una significativa flessione (complessivamente dell'11% circa rispetto al 2011).

Figura 13 – Ciclo immobiliare residenziale per dimensione di mercato (2000-2017)



Fonte: nostre elaborazioni su dati OMI – Agenzia delle Entrate

La dimensione “Medium” (M) conta 546 comuni, con il 17% di stock di abitazioni e il 18% circa di popolazione sul rispettivo totale nazionale. Il ciclo immobiliare residenziale è relativamente più simile, rispetto a tutte le altre classi dimensionali, a quello della media nazionale. Dal 2000 al 2006 le quantità aumentano del 22% in più rispetto all’anno base. La corsa dei prezzi si ferma nel 2008 dopo avere raggiunto un incremento di circa il 56% in più rispetto al 2000 (tasso medio annuo pari al 5,7%). Le superfici compravendute si riducono

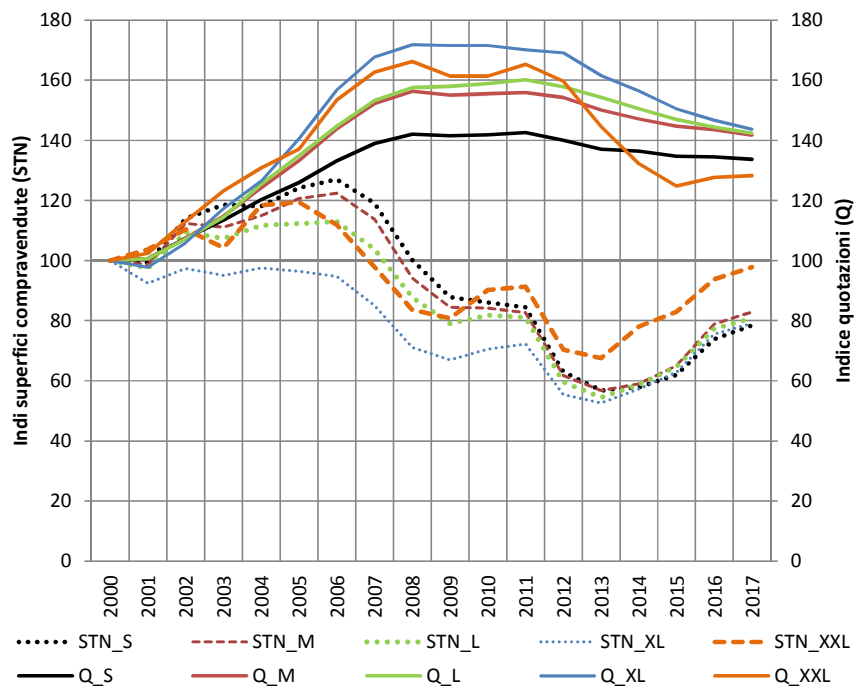
nettamente dal 2006 al 2013 per effetto delle crisi (-54% circa). Dal 2014 inizia una buona ripresa (+46% tra 2013 e 2017) che riporta il numero indice a 17 punti sotto quello dell'anno base. I prezzi dal 2008 al 2017 flettono del 9%.

I comuni della dimensione "Small" (S) sono il resto dei comuni esaminati: 6.811 su 7.629, che rappresentano il 44% circa dello stock di abitazioni e il 41% circa della popolazione. Il ciclo immobiliare è ancora più espansivo rispetto alla media nazionale (+27% tra 2000 e 2006) e più contenuto dal lato dei prezzi in quanto rispetto all'anno base il numero indice nell'anno di picco 2011 segna il 43% circa in più (a livello nazionale il picco dei prezzi si ha con il 56,9% rispetto all'anno base). La crisi ridimensiona bruscamente le quantità compravendute che scendono del 55% tra il 2006 e il 2013. I prezzi iniziano la discesa, come nel resto d'Italia, nel 2012 e si riducono complessivamente tra il 2011 e il 2017 del 6,3%, meno della media nazionale (-10,6%).

In generale, si osserva che il ciclo espansivo delle quantità compravendute (a parte la dimensione XXL composta da Roma e Milano con due cicli assolutamente diversi di cui abbiamo detto) tende ad essere tanto più ampio quanto è minore la dimensione di mercato. Mentre l'andamento si uniforma solo alla fine della crisi nel periodo della ripresa 2013-2017. Per contro per il ciclo dei prezzi si osserva esattamente il contrario.

Ciò è ben visibile nella Figura 14, dove sono riportate le linee dell'indice delle superfici compravendute (STN - asse sinistro con linee tratteggiate) e quelle dell'indice delle quotazioni (Q - asse destro con linee continue) per ciascuna dimensione di mercato.

Figura 14: Indici STN (asse sx) e Q (asse dx)



Fonte: nostre elaborazioni su dati OMI – Agenzia delle Entrate

È possibile che questi ordinamenti dei tassi di espansione del ciclo delle quantità e dei prezzi dipendano dalla capacità delle diverse dimensioni di espandere lo stock abitativo con nuove costruzioni. È plausibile che si possano osservare maggiori quantità compravendute e un contenimento, relativo, della crescita dei prezzi nei territori in cui sono ancora disponibili suoli da edificare. Si tratta, generalmente, di aree più periferiche dove i costi più bassi di acquisto generano, quindi da un lato, una maggiore offerta di case nuove e dall'altro prezzi più bassi rispetto a quelle usate delle zone più centrali.

Una conferma, o per essere prudenti, un non rifiuto dell'ipotesi, deriva dai tassi medi annui di crescita dello stock di abitazioni censito in catasto (che si assume quale proxy dell'andamento delle nuove costruzioni)¹⁸ che

¹⁸ Cfr. nota 12, pag. 7.

risultano, vedi Tabella 3, decrescenti al crescere della dimensione di mercato per il periodo espansivo dei prezzi (che a livello nazionale si registra tra il 2000 ed il 2011).

Nel periodo successivo di flessione dei prezzi, il tasso medio annuo si ridimensiona ovunque ma con una intensità tanto più grande quanto maggiore era stato precedentemente il tasso di crescita.

Tabella 3 – Tassi medi annui della variazione dello stock delle abitazioni per classi dimensionali

periodo	Small (S)	Medium (M)	Large (L)	Extralarge (XL)
2000-2011	2,03%	1,94%	1,39%	0,69%
2011-2017	0,53%	0,45%	0,40%	0,20%

Fonte: nostre elaborazioni su dati OMI - Agenzia delle Entrate

3.4. Alcune considerazioni

Non v'è dubbio che il mercato residenziale a livello territoriale, almeno in relazione alle disaggregazioni utilizzate nei paragrafi precedenti, evidenzia punti di svolta del ciclo prezzi/quantità del tutto simili, con qualche sfasamento sull'anno in cui si è avuto il picco delle quantità compravendute o la fine dell'incremento dei prezzi. Sicuramente la seconda crisi del 2012-2013 ha appiattito le differenze. Ciò implica che i fattori macroeconomici di carattere generale guidano i cicli immobiliari anche sui diversi territori. Nonostante questo sussistono tuttavia diversità, tra le varie disaggregazioni territoriali, quanto a *intensità dei fenomeni*.

Una variabile che sembra emergere, tipicamente territoriale, d'altra parte, quale esplicativa di tali diversità è connessa alla disponibilità di offerta di nuove abitazioni; più in generale, quindi, alla disponibilità di aree edificabili e quindi alle politiche urbanistiche adottate a livello territoriale.

Poiché il nostro Paese è segnato da ampie faglie che segnano i confini delle differenziazioni economiche e sociali, la più ampia delle quali è quella che divide il Centro-Nord dal Sud, la diversa intensità dei fenomeni dei cicli prezzi/quantità nel mercato residenziale è riconducibile presumibilmente al diverso grado di intensità che assumono i fattori macroeconomici (tassi di crescita dell'economia, occupazione, tasso di risparmio, tassi di interesse, ecc.) nei diversi territori.

Infine, un ruolo nell'imprimere gli andamenti del ciclo è attribuibile alla disponibilità di credito e al suo costo. Su questo ci soffermeremo nel prossimo capitolo.

4. Il ruolo del credito nei cicli immobiliari in Italia del settore residenziale

Tra i fattori macroeconomici che incidono sul ciclo immobiliare è di rilievo il ruolo del credito. Le sue variabili chiave sono il tasso di interesse con cui si remunera il capitale a prestito, l'incidenza del capitale di debito, concesso dal sistema creditizio, sul valore di acquisto dell'abitazione (*loan to value*) che determina conseguentemente il livello di risparmio accumulato minimo necessario per l'acquisto, la durata del prestito e l'incidenza della rata di rimborso del prestito sul reddito (la rata, peraltro, è derivata dalle tre variabili precedenti).

Il capitale di debito consente agli acquirenti di soddisfare la liquidità necessaria per sostenere il corrispettivo dovuto per acquisire la proprietà di un'abitazione. Estende dunque le capacità monetarie dell'acquirente e concorre a tramutare la domanda potenziale, legata al bisogno, in domanda effettiva da porre sul mercato. L'acquirente impegna quindi il suo potenziale risparmio futuro restituendo, mediante rate, il debito per la durata del prestito.

In questo capitolo si esaminano le variabili relative al capitale erogato dal sistema del credito attraverso il mutuo con ipoteca iscritta sulla medesima abitazione acquistata da *persone fisiche*, ai relativi tassi di interesse (calcolati come tasso di interesse sulla prima rata, quindi senza la possibilità di distinguere tra fisso e variabile), alla durata e alla rata teorica, nonché all'incidenza del capitale erogato sul "fatturato teorico" (una stima del *loan to value*). Il periodo in esame va dal 2004 al 2017, essendo disponibili queste statistiche solo dal 2004.

Come sopra detto si considera il capitale erogato tramite il contratto di mutuo ipotecario quando l'ipoteca è iscritta sulla medesima abitazione acquistata. Non sono considerati, quindi, i casi in cui per l'acquisto di una

abitazione si ipotizza un diverso immobile già di proprietà, né i casi in cui a contrarre il mutuo ipotecario siano soggetti diversi dalle persone fisiche. Occorre dire, peraltro, che la forma di mutuo presa in considerazione è largamente maggioritaria.¹⁹

4.1. Riepilogo nazionale

Dal *Rapporto mutui ipotecari*²⁰ si conosce che nel 2017 su 93,5 miliardi di euro circa di capitali erogati da soggetti finanziatori per mutui ipotecari, circa 32,6 miliardi di euro (ossia il 35% del totale) è stato sicuramente utilizzato per acquistare un immobile.²¹

Dal *Rapporto immobiliare residenziale 2018*²² si evince che le abitazioni, il cui acquisto è stato finanziato con mutuo garantito ipotecando la stessa abitazione acquistata, sono state nel 2017 pari al 49,7% del totale delle abitazioni acquistate da persone fisiche.

Nella Tabella 4 sono riepilogati i dati relativi alle abitazioni acquistate con mutuo oggetto dell'analisi.

Come si osserva dalla prima colonna che riporta l'incidenza di acquisti con mutuo ipotecario sul totale degli acquisti operati dalle sole persone fisiche (universo di riferimento dei mutui), nel corso dell'intero periodo che può essere oggetto di osservazione (2004-2017), la suddetta incidenza (INC IPO) è stata sempre al di sotto del 50%, con un minimo del 36,7% nel 2013 ed il massimo registrato proprio nel 2017 (e nella stessa misura nel 2006).

Tabella 4: Riepilogo nazionale - Incidenza NTN ipo su NTN PF, Capitale, Tassi, Durata, Rata

	INC IPO (NTNipo/NTN)	Capitale erogato (miliardi di €)	Capitale medio erogato per abitazione (€)	Tasso medio di interesse alla prima rata	Durata media (anni)	Rata media annua* (€)
2004	46,4%	37,6	109.917	3,92%	19,8	7.990
2005	48,3%	44,1	119.886	3,90%	21,3	8.303
2006	49,7%	50,0	129.559	4,61%	22,7	9.215
2007	48,5%	47,8	136.355	5,67%	23,6	10.492
2008	42,5%	35,7	138.504	5,93%	23,7	10.904
2009	42,5%	31,8	136.137	3,91%	23,3	8.899
2010	44,9%	36,0	143.746	2,88%	23,6	8.405
2011	44,8%	35,1	142.702	3,56%	23,8	8.905
2012	37,3%	19,8	130.390	4,45%	23,2	9.020
2013	36,7%	17,2	126.080	4,13%	22,9	8.522
2014	40,3%	19,4	123.814	3,55%	22,9	7.911
2015	45,0%	23,4	123.966	2,87%	22,8	7.417
2016	48,2%	30,0	124.756	2,41%	22,7	7.148
2017	49,7%	32,7	126.331	2,38%	22,9	7.164

*Rata annuale = rata mensile per dodici mensilità

Fonte: nostre elaborazioni su dati OMI – Agenzia delle Entrate

¹⁹. Dai dati disponibili si può stimare nel 2% circa, in termini di capitale erogato, il peso delle abitazioni acquistate ipotecando altri immobili diversi da quello acquistato (per alcuni contenuti vedi anche G. Guerrieri, M. Festa, E. Ghirardo, *Flussi annuali del capitale di debito tratto dal patrimonio immobiliare* in Quaderni dell'Osservatorio, Anno VI – Numero unico – Dicembre 2017 su https://www1.agenziaentrate.gov.it/documentazione/omi_quaderni/QUADERNI_2017.pdf alla data del 01/10/2018).

²⁰ OMI-Agenzia delle Entrate *Rapporto mutui ipotecari 2018*, op.cit.

²¹ Se includiamo anche il capitale erogato destinato solo parzialmente ad acquisti di immobili si possono aggiungere al massimo ulteriori 7,7 miliardi di euro OMI-Agenzia delle Entrate *Rapporto mutui ipotecari 2018*, op.cit., pag. 16.

²² OMI-Agenzia delle Entrate *Rapporto immobiliare residenziale 2018*, in

<https://www.agenziaentrate.gov.it/wps/content/Nsilib/Nsi/Schede/FabbricatiTerreni/omi/Pubblicazioni/Rapporti+immobiliari+residenzi ali/?page=schedefabbricatieterreni>

Il flusso di capitale di debito erogato nei quattordici anni in osservazione per finanziare l'acquisto di abitazioni con ipoteca sull'abitazione acquistata è stato pari a complessivi 461 miliardi di euro, di cui il 39% erogato tra il 2004-2007 (circa 45 miliardi in media annua), il 38% circa nei successivi 6 anni (2008-2013, per circa 29 miliardi in media annua) e il 23% circa nel periodo 2014-2017 (circa 26 miliardi in media annua).

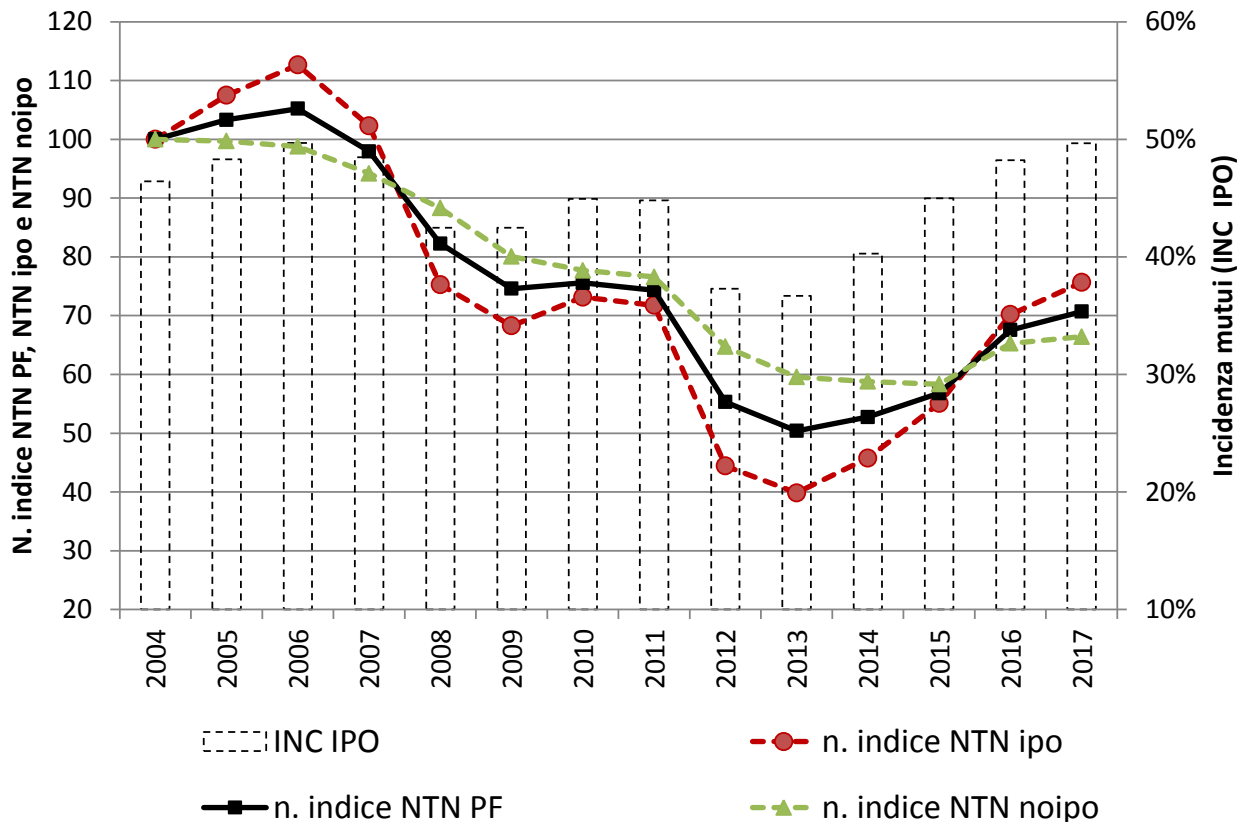
Il capitale medio per unità abitativa, che dipende da un insieme di fattori (in particolare, *loan to value* e prezzi) è sostanzialmente crescente fino al 2011 e poi subisce una netta caduta a partire dal 2011. Torna a salire nel 2015-2017, nonostante la caduta dei prezzi per unità di superficie delle abitazioni.

Il tasso di interesse (sulla prima rata del mutuo) è tendenzialmente crescente fino al 2008, altalenante fino al 2013 e poi nettamente in riduzione.

La durata media dei mutui cresce fino al 2006 e poi si stabilizza attorno ai 23 anni per tutti i periodi successivi. L'importo medio teorico della rata del mutuo (calcolato come rata mensile per dodici mensilità) aumenta fino al 2008 e poi nel tempo tende a ridursi sensibilmente.

La Figura 15 riporta i numeri indice degli NTN relativi ad acquisti sostenuti da mutuo ipotecario (NTN ipo), non sostenuti da mutuo (NTN noipo) e del totale NTN riferito alle persone fisiche (NTN PF), nonché l'incidenza media degli acquisti con mutuo sul totale degli acquisti ($INC\ IPO = NTN\ ipo/NTN\ PF$). A parte il triennio 2009-2011 in cui le linee sono quasi sovrapposte, appare evidente come l'andamento del NTN complessivo sia dettato dalla serie di NTN ipo. Il grafico suggerisce che l'andamento *congiunturale* di breve periodo del ciclo immobiliare residenziale è strettamente correlato al ruolo del credito, ossia alla domanda di abitazioni finanziata con capitale assunto a prestito. In questo caso, l'andamento dei prezzi, dal punto di vista logico dell'analisi del ciclo, non dovrebbe mutare in relazione al variare delle modalità di finanziamento dell'acquisto, se non in via indiretta nel senso che la domanda effettiva tende ovviamente ad aumentare quando è più accessibile il capitale di debito (per costo e politiche creditizie) e questa maggiore domanda può influenzare il corso dei prezzi nominali di tutte le abitazioni.

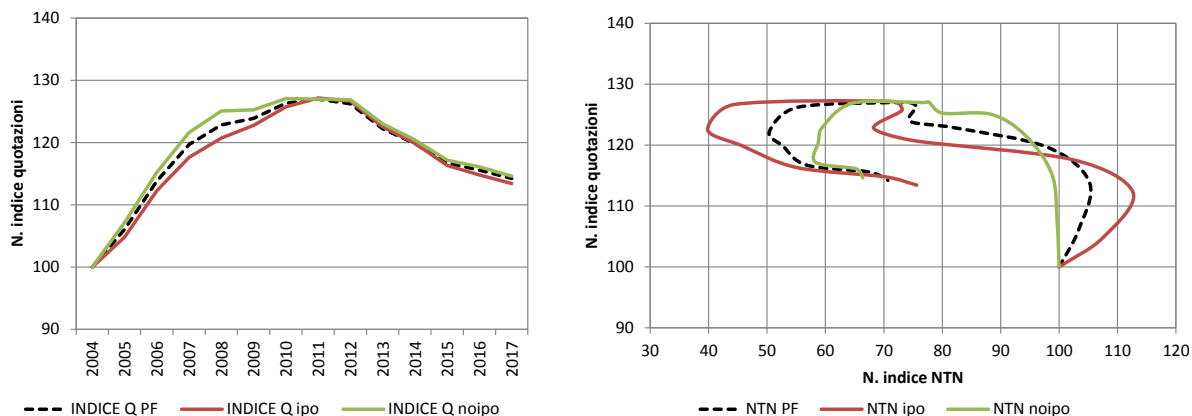
Figura 15: Numero indice abitazioni acquistate con (NTN ipo) e senza (NTN noipo) mutuo, totale numero abitazione acquistate dalle persone fisiche (NTN PF) e incidenza mutui (INC IPO)



Fonte: nostre elaborazioni su dati OMI – Agenzia delle Entrate

Peraltro, se si volesse verificare questa ipotesi logica si dovrebbe distinguere la quotazione media comunale con riferimento alle abitazioni acquistate con mutuo e a quelle senza mutuo, dato ovviamente indisponibile. Si potrebbe però ipotizzare che, pure supponendo quotazioni medie comunali invariante per abitazioni acquistate con e senza mutuo, la loro aggregazione, per esempio per costruire un indice delle quotazioni nazionale, potrebbe produrre qualche effetto su tale indice in relazione ai diversi livelli che assume nel tempo l'incidenza degli acquisti assistite da mutuo in ciascun Comune (un effetto di composizione).

Figura 16 – Numero indice delle quotazioni e ciclo immobiliare residenziale per NTN ipo e NTN noipo



Fonte: nostre elaborazioni su dati OMI – Agenzia delle Entrate

La Figura 16 mostra che questo effetto composizione esiste, pur se non rilevante. Il grafico a sinistra mostra l'andamento dell'indice delle quotazioni costruito ponderando la quotazione media comunale sia con il peso relativo a STN ipo (superficie abitazioni compravendute con ausilio di mutuo ipotecario) sia con il peso relativo STN noipo (superficie abitazioni compravendute senza l'ausilio di mutuo ipotecario). Il tasso di crescita delle quotazioni risulta più elevato per il "noipo" fino al 2008 (+5,7% medio annuo tra il 2004 ed il 2008, rispetto al +4,8% riferibile alle transazioni "ipo"); tra il 2008 e il 2011 la situazione si inverte con le "ipo" che crescono dell'1,7% in media annua e le "noipo" solo dello 0,5%; successivamente alla seconda crisi le variazioni sono sostanzialmente identiche (tasso medio annuo dal 2011 al 2017 -1,9% per le "ipo" e -1,7% per le "noipo").

Il grafico a destra della Figura 16 riporta, come in altri grafici precedenti, il ciclo "prezzi-quantità" con riferimento al "noipo" e all'"ipo". La differenza tra i due cicli, raffigurati a partire dal 2004, è data, per quanto sopradetto, essenzialmente dalle quantità di abitazioni compravendute.

Quest'ultima considerazione porta a svolgere un'analisi del ruolo del credito sul ciclo residenziale nelle diverse aggregazioni territoriali (area geografica, dinamica e dimensione di mercato) concentrata sul lato delle "quantità" essendo di scarso rilievo la differenziazione "ipo", "noipo" dal lato degli andamenti dei "prezzi".

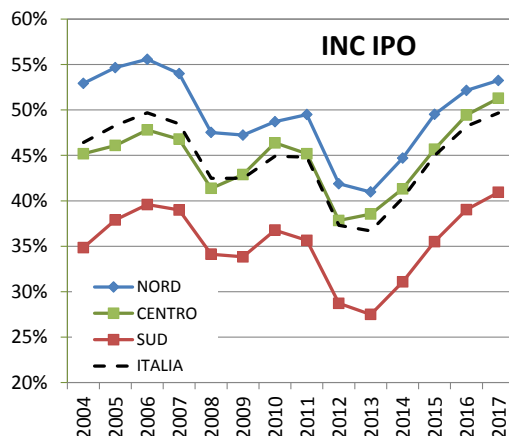
4.2. Il ruolo del credito per area geografica

Si è osservato (vedi Figura 10) come il ciclo immobiliare 2000-2017 sia piuttosto diverso tra le diverse aree geografiche (Nord, Centro e Sud). Un primo aspetto da sottolineare è la diversa incidenza percentuale degli acquisti di abitazioni con mutuo (sul totale degli acquisti delle persone fisiche) nelle diverse aree geografiche lungo tutto il periodo esaminato (vedi Figura 17).

In tutti gli anni l'incidenza è ordinata in modo crescente da Sud a Nord. Mediamente la distanza tra l'incidenza al Nord e quella al Centro è quasi 5 punti percentuali, tra Nord e Sud circa 14 punti. Il ruolo del credito ha dunque una diversa importanza relativa nelle tre aree.

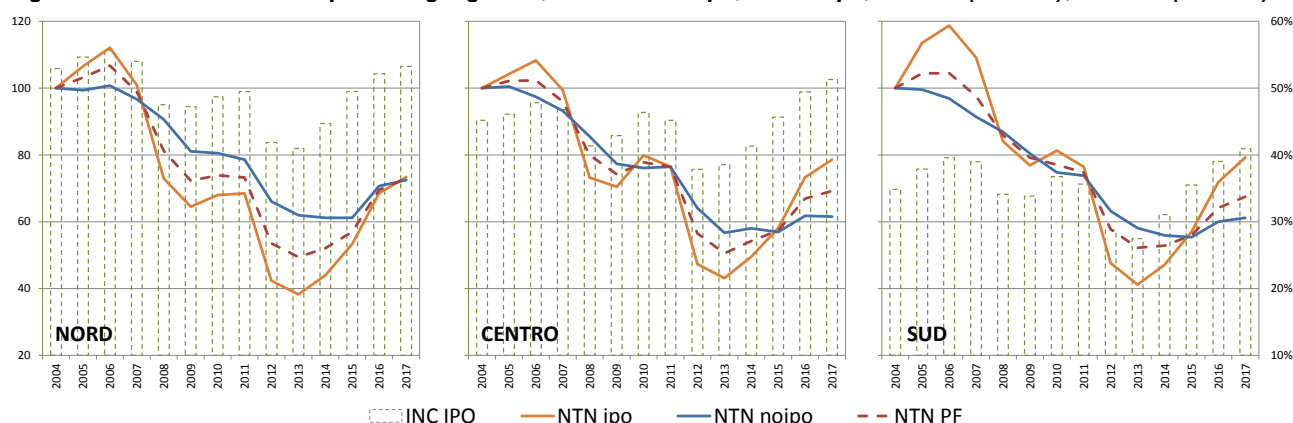
Nella Figura 18 è poi riportato il numero indice di NTN ipo, NTN noipo, NTN PF sull'asse sinistra e l'incidenza INC IPO sull'asse dx, relativamente al periodo disponibile 2004-2017.

Figura 17 – Incidenza NTN ipo su totale NTN PF per area geografica



Fonte: nostre elaborazioni su dati OMI – Agenzia delle Entrate

Figura 18 – Ruolo del credito per area geografica; n. indici NTN ipo, NTN noipo, NTN PF (asse sx); INC IPO (asse dx)

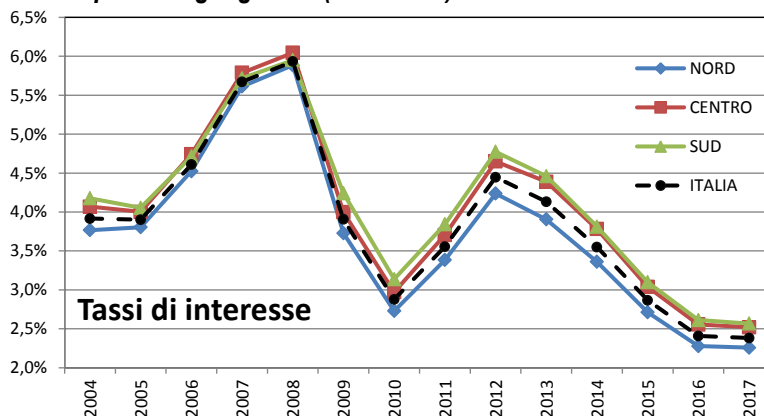


Fonte: nostre elaborazioni su dati OMI – Agenzia delle Entrate

Da un punto di vista dinamico, come già osservato a livello nazionale, gli andamenti del numero indice riferito al totale degli acquisti risentono indubbiamente dell'incidenza degli acquisti con mutui: l'ampiezza della curvatura è infatti tanto più pronunciata quanto maggiore è tale incidenza e quindi maggiormente al Nord che al Sud. Peraltro il ciclo delineato dagli acquisti con mutuo è abbastanza simile tra le diverse aree.

Le ragioni del diverso peso del credito, valutato in relazione all'incidenza degli acquisti con mutuo, non sembra potersi ricondurre ad una differenza del costo del credito. Infatti il tasso di interesse applicato alla prima rata del mutuo non mostra differenze particolarmente significative tra le diverse aree per l'intero periodo considerato (vedi Figura 19). Il tasso di interesse è sempre superiore al Sud rispetto al Nord con una differenza minima di 0,11 punti percentuali nel 2007 e una massima di 0,56 punti nel 2013. Tali differenze, supponendo capitale a prestito pari a centomila euro e 20 anni di durata del mutuo, comportano una rata annuale superiore al Sud (+1,2% e + 5%, rispettivamente nel 2007 e nel 2013). Quindi, al Sud il costo del mutuo è più alto ma, obiettivamente, non può essere una ragione forte che spiega la marcata differenza nell'incidenza degli acquisti finanziati con mutuo.

Figura 19 – Tassi di interesse per area geografica (2004-2017)



Fonte: nostre elaborazioni su dati OMI – Agenzia delle Entrate

L'ammontare del capitale erogato (vedi Tabella 5) è ovviamente più elevato dove maggiori sono gli acquisti con mutuo e il suo andamento nel tempo risente del ciclo già descritto per le diverse aree. In ogni caso, in tutte le aree il massimo di capitale erogato si è avuto nel 2006 con circa 30 miliardi di euro al Nord, 11 al Centro e 9 al Sud. Il minimo si è avuto nel 2013 con circa 10 miliardi di euro al Nord, 4 al Centro e 3 al Sud. Nel 2017 il capitale erogato è stato pari a 18,8 miliardi di euro al Nord, 7,8 miliardi al Centro e 6,1 al Sud, per complessivi 32,7 miliardi.

Tabella 5 – Capitale erogato per area geografica (miliardi di €)

	Nord	Centro	Sud	Italia
2004	23,0	8,5	6,2	37,6
2005	26,5	9,7	7,9	44,1
2006	29,9	10,9	9,1	50,0
2007	27,6	11,3	8,9	47,8
2008	21,3	7,7	6,8	35,7
2009	17,9	7,7	6,3	31,8
2010	19,6	9,4	7,1	36,0
2011	19,7	8,8	6,6	35,1
2012	11,3	4,9	3,7	19,8
2013	9,7	4,3	3,2	17,2
2014	11,0	4,8	3,6	19,4
2015	13,4	5,6	4,3	23,4
2016	17,3	7,2	5,4	30,0
2017	18,8	7,8	6,1	32,7

Fonte: nostre elaborazioni su dati OMI – Agenzia delle Entrate

Le ragioni della diversa incidenza del ruolo del credito al Sud sono da ricercare nei diversi valori medi per unità abitativa (ovvero nei diversi fabbisogni di capitale necessari per l'acquisto di abitazioni), nella diversa capacità di sostenere la rata del debito, dati i redditi disponibili, nei diversi gradi di garanzia richiesti dagli istituti di credito in termini di *loan to value*, mentre il maggior costo del mutuo, dati i lievi differenziali del tasso di interesse, è relativamente trascurabile.

Nella Tabella 6²³ sono riportati i valori per ciascun anno della serie storica disponibile (2004-2017) del rapporto Sud/Nord di ogni variabile citata.

Tabella 6 – Rapporti SUD/NORD di INC IPO, V ipo, V noipo, γ , LTV, INC INT

	INC IPO	V ipo	V noipo	γ	LTV	INC INT
2004	0,66	0,73	0,58	1,32	1,09	1,00
2005	0,69	0,74	0,60	1,31	1,09	0,97
2006	0,71	0,79	0,62	1,31	1,07	0,95
2007	0,72	0,81	0,64	1,32	1,08	0,95
2008	0,72	0,80	0,66	1,22	1,01	0,95
2009	0,72	0,82	0,66	1,36	1,06	1,10
2010	0,75	0,82	0,67	1,40	1,07	1,12
2011	0,72	0,82	0,71	1,42	1,07	1,10
2012	0,69	0,82	0,67	1,39	1,03	1,09
2013	0,67	0,81	0,66	1,44	1,08	1,12
2014	0,70	0,81	0,66	1,47	1,10	1,12
2015	0,72	0,81	0,66	1,45	1,08	1,12
2016	0,75	0,81	0,66	1,45	1,09	1,14
2017	0,77	0,80	0,67	1,44	1,09	1,13
Media	0,71	0,80	0,65	1,38	1,07	1,06

INC IPO: Incidenza n. abitazioni acquistate con ipoteca su totale acquisti delle PF

V ipo: Valore unitario abitazione acquistata con mutuo

V noipo: Valore unitario abitazione acquistata senza mutuo

γ : Incidenza rata su reddito famiglia composta da coppia e almeno un minore

LTV = *loan to value*: incidenza capitale di debito per unità di abitazione su valore unitario abitazione acquistata con mutuo

INC INT: incidenza dell'ammontare di interessi complessivi pagati nel periodo di durata del mutuo sul capitale di debito iniziale

Fonte: ns elaborazioni su dati OMI – Agenzia delle Entrate e ISTAT

Un minor valore medio dell'unità abitativa comporta una maggiore probabilità di poter affrontare l'acquisto senza ricorrere a capitale di debito. In media, nel periodo 2004-2017, tale valore è stato al Sud l'80% di quello del Nord, con riferimento alle abitazioni acquistate con mutuo, e il 65%, con riferimento alle abitazioni acquistate senza mutuo. In altri termini, al Sud si acquistano abitazioni senza mutuo che hanno mediamente

²³ L'elaborazione della tabella si basa sui dati OMI-Agenzia delle Entrate, ad eccezione della *variabile* γ che rappresenta l'incidenza della rata teorica sul reddito medio di una famiglia. Quest'ultimo dato è stato "congetturato" assumendo il dato ISTAT sul reddito medio di una famiglia composta da coppia con almeno 1 figlio minore nel 2015. Per gli anni precedenti è stato determinato applicando i tassi variazione della retribuzione lorda per occupato dipendente, mentre per gli anni successivi quale tasso di variazione si è applicato la media dell'ultimo triennio di tali tassi di variazione. Evidentemente i valori assunti rappresentano solo un'ampia approssimazione di dati statisticamente significativi. Tuttavia, per gli scopi per cui si è voluto utilizzare la variabile γ , si ritiene accettabile la sua stima.

(fonti ISTAT:

a) *reddito medio famiglia composta da coppia con almeno 1 figlio minore nel 2015* - <http://dati.istat.it/Index.aspx?QueryId=22928>;

b) *retribuzione lorda per occupato dipendente* <http://dati.istat.it/index.aspx?queryid=11483>).

un valore (sempre con riferimento all'intero periodo) del 35% inferiore a quello corrispondente del Nord²⁴. Questa differenza può aiutare a spiegare il minor ricorso al mutuo al Sud.

In secondo luogo, si è stimata l'incidenza della rata sul reddito (il valore γ) della famiglia composta da una coppia con almeno 1 figlio minore. Tale incidenza al Sud è superiore, mediamente, per l'intero periodo considerato, del 38% rispetto a quella registrata al Nord. Ciò implica per questa famiglia-tipo che vive al Sud uno sforzo maggiore in termini di risparmio futuro richiesto, correlato alla minor disponibilità di reddito da destinare al pagamento delle rate e al maggior costo del servizio del debito (vedi INC INT in Tabella 6).

Tutto ciò può condurre a due possibili esiti: la rinuncia all'acquisto della casa *tout-court* (ossia le condizioni di reddito e del credito non consentono di aumentare la domanda effettiva), oppure alla ricerca di altri mezzi di finanziamento tra cui può avere rilevanza il sostegno finanziario della rete familiare. Al riguardo, non vi sono dati specifici in ordine a questo tipo di sostegno per l'acquisto dell'abitazione. Si può evidenziare, tuttavia, che le famiglie destinatarie di un aiuto economico da parte della rete familiare sono in proporzione maggiori al Sud.²⁵

Infine, il *loan to value* che sintetizza le condizioni delle politiche bancarie, non sono particolarmente penalizzanti per il Sud in quanto, in media per l'intero periodo, il *loan to value* risulta del 7% superiore al Sud rispetto al Nord.

In conclusione, un ragionamento possibile è quindi che il livello dei prezzi delle abitazioni al Sud, mediamente inferiore rispetto al Nord, rende maggiormente possibile l'acquisto senza il finanziamento con mutuo ipotecario. D'altra parte le abitazioni acquistate senza mutuo al Sud hanno un valore, rispetto a quelle corrispondenti al Nord, ancora più basso. Peraltro, laddove pure si accede all'acquisto con il mutuo ipotecario, data la diversità dei livelli di reddito, il peso della rata di un mutuo sul reddito disponibile familiare (estendendo quanto osservato per il caso di una famiglia composta da una coppia e almeno un figlio minore) è decisamente più elevato al Sud rispetto al Nord.

Le differenze riguardo all'offerta del credito tra le due aree territoriali (tasso di interesse e *loan to value*), che pure vi sono ma non così ampie, risultano meno significative delle altre componenti citate. È assai probabile che al Sud si acquista senza mutuo anche perché si tende ad utilizzare maggiormente la rete di protezione familiare (con prestiti a fondo perduto o prestiti senza oneri).

4.3. Il ruolo del credito nei territori con diversa dinamica di mercato

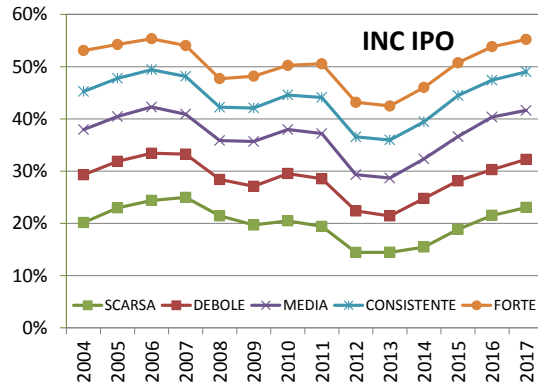
In questo paragrafo si esamina il ruolo del credito in relazione alla classificazione dei Comuni per dinamica di mercato illustrata all'inizio del capitolo 3 ed utilizzata nel paragrafo 3.2.

Dalla Figura 20 risulta evidente la diversa incidenza percentuale degli acquisti di abitazioni con mutuo (sul totale degli acquisti delle persone fisiche) nelle diverse classi di dinamica lungo tutto il periodo esaminato. In ciascuno degli anni l'incidenza è ordinata in modo crescente dalla dinamica "scarsa" a quella "forte". L'incidenza maggiore della classe dinamica "forte" è nella media del periodo due volte e mezza più elevata di quella della classe dinamica "scarsa". Il ruolo del credito ha dunque una diversa importanza relativa nei diversi *cluster* di dinamica. Peraltro l'andamento dell'incidenza tra i diversi *cluster* è relativamente omogeneo (in effetti, sempre con riferimento a "forte" e "scarsa" il differenziale minimo si ha nel 2007 e nel 2008 con 2,1 e massimo nel 2012 e 2014, pari a 3).

²⁴ Al Sud le abitazioni acquistate senza mutuo hanno un valore, in media per l'intero periodo esaminato, inferiore di circa il 22% rispetto a quelle acquistate con mutuo; tale scarto a livello nazionale è pari all'11% circa e al Nord solo il 4% circa.

²⁵ Cfr. L. Bartiloro e C. Rampazzi, *Il sostegno finanziario della rete familiare durante la crisi* in Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza*, n. 291, settembre 2015, in particolare Tavola A2 e ISTAT, *Rapporto annuale 2018 - La situazione del paese*, cap.3, pag. 161.

Figura 20 – INC IPO per dinamica di mercato

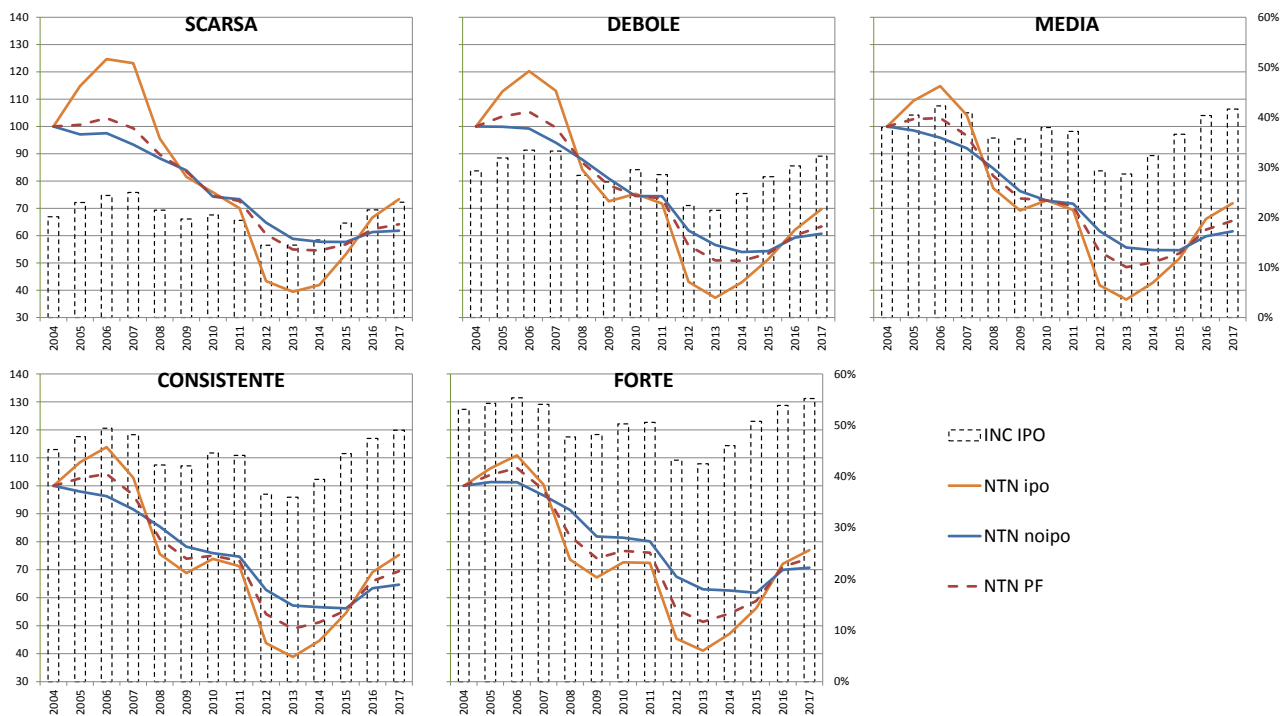


Fonte: nostre elaborazioni su dati OMI – Agenzia delle Entrate

Dai grafici in Figura 21 emerge, come già osservato in precedenza, che la curvatura degli andamenti del totale delle abitazioni compravendute è orientata da quella relativa alle abitazioni acquistate con mutuo, ovviamente in misura tanto maggiore quanto più alta è l'incidenza degli acquisti con mutuo rispetto al totale.

Anche analizzando secondo la diversa dinamica dei comuni, la variabile chiave per spiegare il diverso ruolo del credito è il differenziale del valore unitario dell'abitazione tra i diversi cluster definiti.

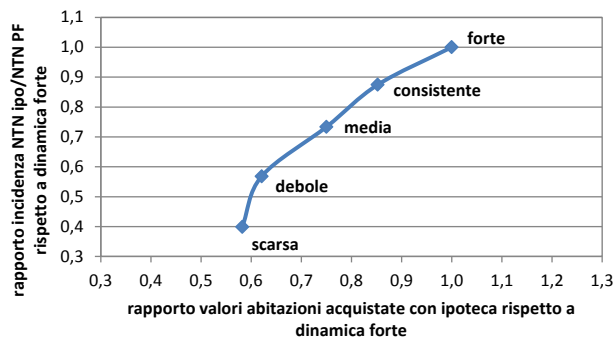
Figura 21 – Ruolo del credito per dinamica; n. indici NTN ipo, NTN noipo, NTN PF (asse sx); INC IPO (asse dx)



Fonte: nostre elaborazioni su dati OMI – Agenzia delle Entrate

La Figura 22 è costruita inserendo sulle ascisse il rapporto tra il valore unitario delle abitazioni medio del periodo per ciascuna classe di dinamica e quello della classe "forte" (assunta a numerario). Analogamente sulle ordinate è inserito il rapporto tra l'incidenza degli acquisti sostenuti da mutui sul totale degli acquisti (come media del periodo) e quella della classe dinamica "forte" (anche qui assunta a numerario).

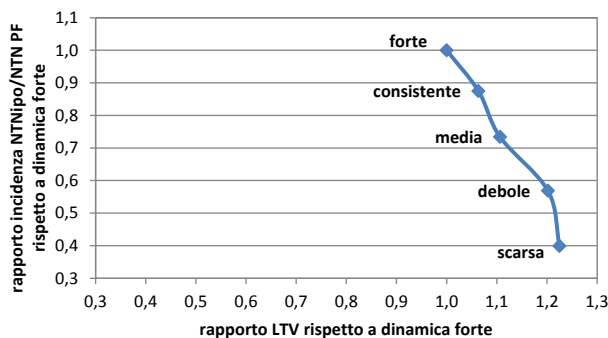
Figura 22 – Rapporto INC IPO e rapporto valori abitazioni per classi di dinamica (base = forte)



Fonte: nostre elaborazioni su dati OMI – Agenzia delle Entrate

Si configura una sicura correlazione positiva tra la classe dinamica, le differenze di valori e le differenze tra incidenze degli acquisti con mutuo. In breve, l'incidenza è tanto più elevata quanto più alto è il valore unitario dell'abitazione e questa relazione è correlata alla classe dinamica: incidenza bassa e valore unitario basso per la classe dinamica scarsa e via via crescenti (incidenza e valore) al crescere della dinamica di mercato. Rispetto a una diversa variabile, il *loan to value*, l'incidenza degli acquisti con mutuo per classe di dinamica segna anche qui una correlazione con il LTV ma *negativa* (vedi Figura 23). Ossia minore è il rapporto tra l'incidenza rilevata per una classe dinamica come media del periodo e quella assunta a numerario (sempre della classe dinamica "forte"), tanto maggiore risulta il rapporto tra i LTV al ridursi della classe dinamica.

Figura 23 – Rapporto INC IPO e rapporto LTV per classi di dinamica (base = forte)

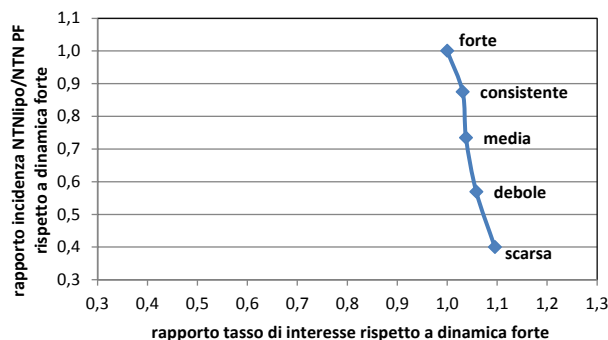


Fonte: nostre elaborazioni su dati OMI – Agenzia delle Entrate

L'altra variabile importante sarebbe l'incidenza del reddito sulla rata, ma non si ha modo di effettuare alcuna stima di tale incidenza per l'indisponibilità di dati sul reddito disaggregati rispetto alla classificazione territoriale per dinamica di mercato.

Il tasso di interesse è relativamente omogeneo (in media del periodo) tra le diverse classi di dinamica del mercato e quindi non rileva in modo particolare per spiegare la differenza nell'incidenza del ruolo del credito nei diversi *cluster* della dinamica (Figura 24).

Figura 24 – Rapporto INC IPO e rapporto tassi di interesse per classi di dinamica (base = forte)



Fonte: nostre elaborazioni su dati OMI – Agenzia delle Entrate

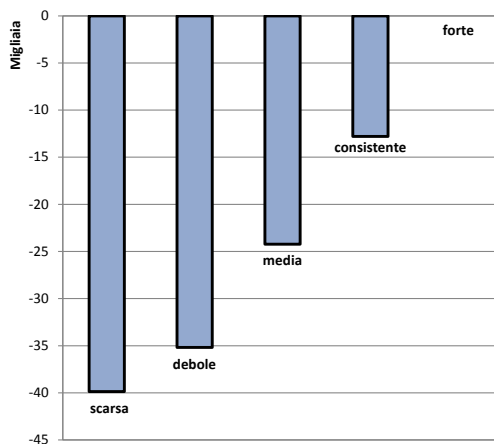
Ciò pur se il differenziale sul tasso di interesse medio del periodo mostra, comunque, che il costo del credito è crescente con una pendenza assai lieve al ridursi della dinamica e dell'incidenza degli acquisti con mutui (Figura 24).

È interessante invece tornare sulla Figura 22 e sulla Figura 23. In effetti, emerge che nei territori con scarsa dinamica di mercato, il *loan to value* è assai alto rispetto alle altre classi. Poiché, come si è detto, il tasso di interesse non è dissimile tra le diverse classi, si può affermare che dal lato della disponibilità del credito, in base soltanto a questi parametri, non vi sono aspetti penalizzanti che spiegano la minor incidenza del ruolo del credito in questa classe di dinamica. L'aspetto cruciale è quindi il diverso valore delle abitazioni, più basso per i territori a minor dinamica di mercato. Inoltre, la caratteristica di mercato (scarsa dinamica) in realtà spiega anche la maggiore diponibilità delle banche a concedere un *loan to value* più alto a coloro che chiedono il credito e ciò per due ragioni. La prima è che, in termini assoluti, l'ammontare unitario è significativamente inferiore rispetto a quello che si osserva nella classe dinamica forte al "ridursi" della classe dinamica. Ciò implica una minore rischiosità per l'istituto creditizio in termini di ammontare di esposizione (Figura 25).

La seconda ragione sta nel fatto che al "ridursi" della classe dinamica la garanzia patrimoniale offerta dall'abitazione ipotecata è meno significativa in quanto gli immobili sono maggiormente "illiquidi". Nel senso che se il credito si incaglia è più complicato recuperarlo perché le possibilità di trovare un compratore sono maggiormente esigue (e quindi esiste un maggior rischio). Al ridursi della dinamica di mercato, probabilmente, aumenta la significatività delle garanzie "personali" (reddito, affidabilità complessiva del richiedente il mutuo, ecc.).

Potrebbe essere anche quest'ultimo il motivo per cui l'incidenza degli acquisti con mutuo si riduce al ridursi della classe dinamica in quanto gli istituti finanziatori concedono il credito essenzialmente sulla base della garanzia personale, più che sulla garanzia immobiliare. Sicché ai soggetti che risultano possedere un'affidabilità più che adeguata (pochi (e quindi si ha una minor quantità di acquisti finanziati); dispongono un *loan to value* più generoso (in quanto meno rilevante in ordine alla garanzia che offre).

Figura 25 – Differenze capitale unitario (media del periodo) rispetto a dinamica forte (migliaia di €)

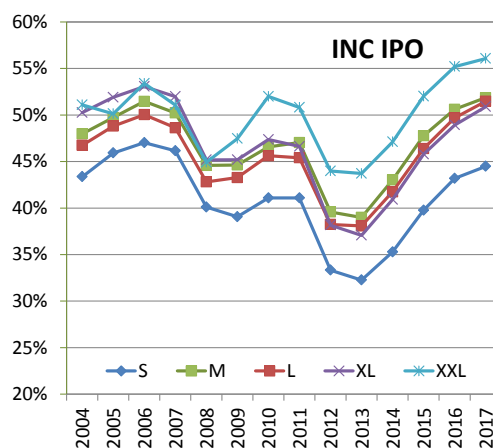


Fonte: nostre elaborazioni su dati OMI – Agenzia delle Entrate

4.4. Il ruolo del credito nei territori con diversa dimensione di mercato

L'incidenza degli acquisti di abitazioni sostenuti da mutui rispetto al totale degli acquisti per diverse classi dimensionali del mercato è mostrata nella Figura 26.

Figura 26 – Incidenza NTN ipo su totale NTN PF per dimensione di mercato



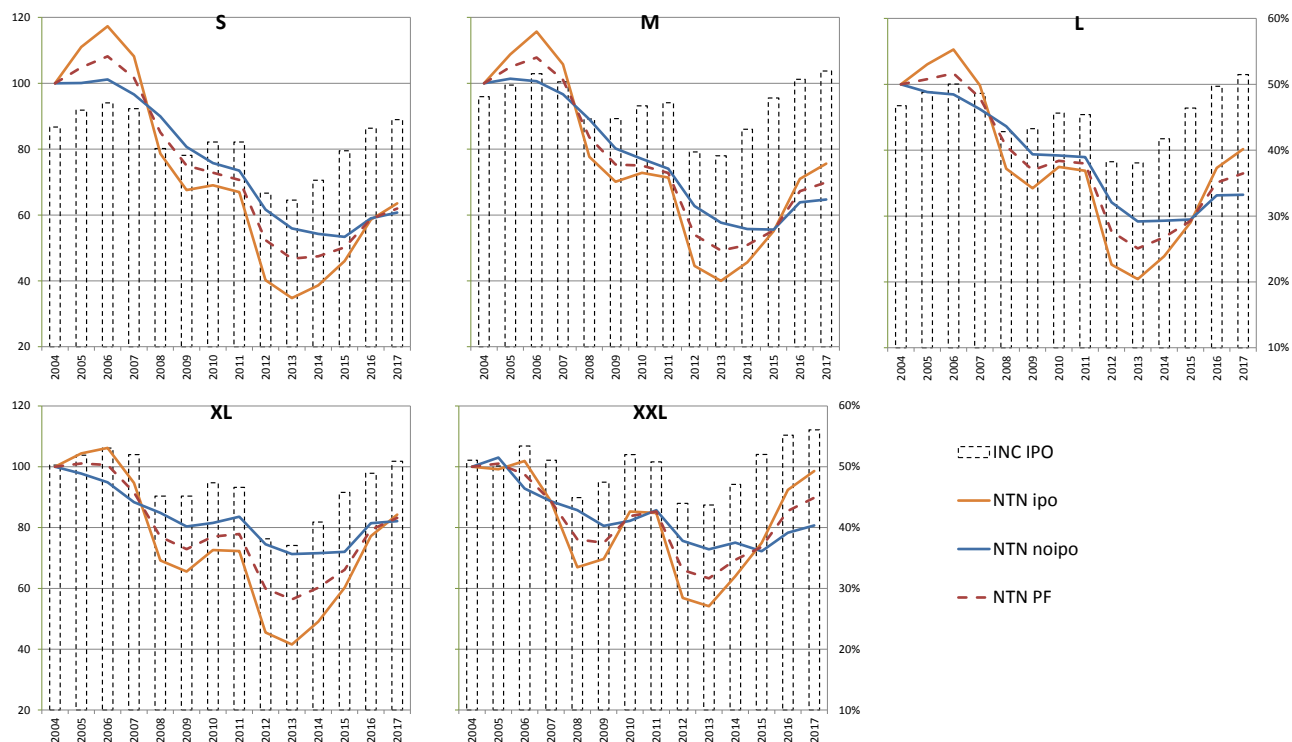
Fonte: nostre elaborazioni su dati OMI – Agenzia delle Entrate

La gerarchia dell'incidenza è abbastanza evidente, durante tutto il periodo considerato, per i territori con una dimensione di mercato piccola (*small*, S), che registrano sempre una bassa incidenza del ruolo del credito, e per quelli di più grande dimensione (*double extra large*, XXL) che, all'opposto, registrano sempre la più alta incidenza degli acquisti delle abitazioni con mutuo. Per le classi dimensionali intermedie (*medium*, M, *large*, L, ed *extra-large*, XL) l'incidenza suddetta è abbastanza simile e, a parte il periodo 2004-2007 in cui tra il minimo e il massimo dei valori di incidenza tra queste classi di dimensione vi è uno scarto compreso tra i 3-3,5 punti percentuali, in tutto il periodo successivo il medesimo scarto oscilla attorno ai 2 punti percentuali. La stessa gerarchia è meno definita, nel senso che in alcuni anni si scambiano le posizioni, in particolare la *extra-large* mostra mediamente nel periodo 2004-2010 un'incidenza sempre superiore alle altre due classi dimensionali; dal 2012 in poi, sempre come media del periodo, l'incidenza della *extra-large* è invece inferiore rispetto alle altre due classi.

In generale, comunque, l'incidenza dei mutui tra le classi XXL e S risulta oscillare nell'intero periodo tra una differenza minima di 4 punti percentuali nel 2005 e oltre 12 punti nel 2015. Rispetto a quanto osservato in precedenza per le classi della dinamica, i divari appaiono meno pronunciati.

Nella Figura 27 si può osservare per ciascuna classe di dimensione di mercato lo specifico ciclo degli acquisti con e senza mutuo, riportando il numero indice degli NTN ipo, noipo e complessivo (NTN PF). Anche in questo caso il credito ha un ruolo di una certa rilevanza in ogni classe di dimensione e svolge l'appurata funzione di determinare il ciclo congiunturale degli acquisti. Semmai una differenza da sottolineare si riscontra tra le classi di dimensione più elevata (XL e XXL) rispetto alle altre, riguardo agli acquisti privi dell'ausilio del mutuo (NTN noipo). Infatti, se per le classi di dimensione, S, M e L la variazione media annua di NTN noipo tra il 2004 e il 2017 è intorno al -3,5% (rispettivamente -3,8%; -3,3% e -3,1%), per le classi XL e XXL è pari a circa la metà (rispettivamente -1,5% e -1,6%).

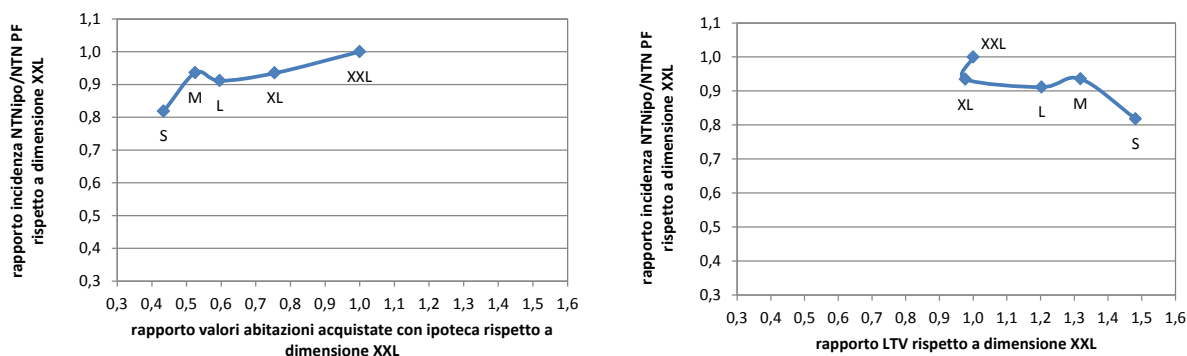
Figura 27 – Ruolo del credito per dimensione; n. indici NTN ipo, NTN noipo, NTN PF (asse sx); INC IPO (asse dx)



Fonte: nostre elaborazioni su dati OMI – Agenzia delle Entrate

Dalla Figura 28 si osserva che l'incidenza percentuale delle abitazioni acquistate con mutuo ha un andamento sostanzialmente crescente al crescere del valore medio unitario delle abitazioni di dette abitazioni, che pure è crescente al crescere della classe dimensionale. Si registra però un punto di discontinuità per la classe M, dove, pur osservando un minor valore delle abitazioni acquistate con mutuo rispetto alla classe immediatamente successiva, l'incidenza degli acquisti con mutui è maggiore. Inoltre, dal grafico a destra della Figura 28, risulta esservi una correzione, ancorché negativa, tra incidenza percentuale degli acquisti con mutuo e LTV. In effetti, LTV risulta tanto minore quanto maggiore è la classe dimensionale, con la discontinuità anche qui della classe M.

Figura 28 – Rapporto INC IPO e rapporto valori abitazioni per classi di dimensione – rapporto LTV per classi di dimensione (base = XXL)



Fonte: nostre elaborazioni su dati OMI – Agenzia delle Entrate

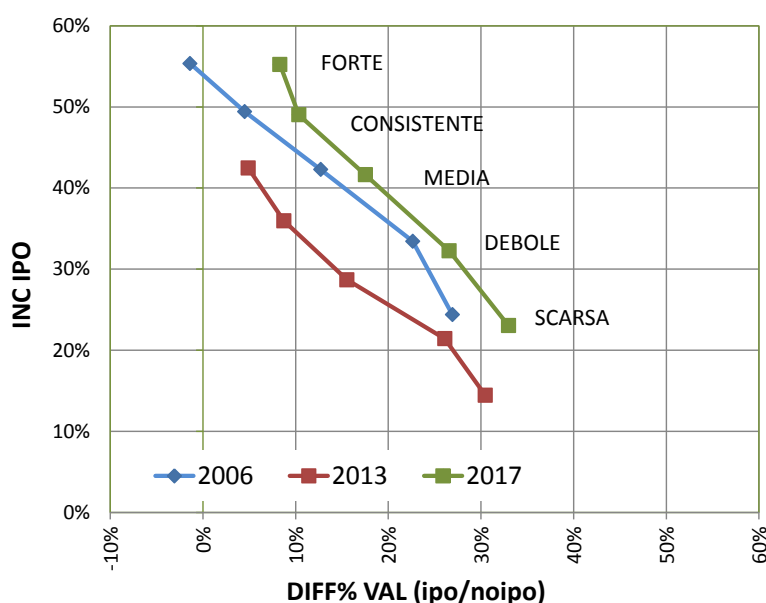
I tassi di interesse, infine, sono piuttosto omogenei tra le diverse classi dimensionali. In linea generale, rispetto agli aspetti geografici e di dinamica di mercato, si può concludere che la disaggregazione per classe dimensionale non fa emergere aspetti particolari nel ruolo del credito.

4.5. Un approfondimento: i valori di mercato - INC IPO differenza di valore abitazioni acquistate con mutuo e senza mutuo (anni 2006; 2012 e 2017)

La Figura 22 precedente mostra la relazione (come media di periodo) tra incidenza degli acquisti con mutuo (INC IPO) per i diversi *cluster* della dinamica in rapporto a quella del *cluster* “forte” e il valore delle abitazioni acquistate con mutuo anche qui per i diversi *cluster* della dinamica in rapporto a quella del *cluster* “forte”.

Si ritiene utile approfondire questa relazione anche nel tempo, considerando, per semplicità di esposizione, tre anni cardine: il 2006 quando si raggiunge il picco della crescita, il 2013 l’anno in cui termina la crisi e il 2017 anno in cui prosegue l’incremento delle compravendite iniziato nel 2014. In particolare, anziché il valore delle abitazioni acquistate con mutuo (NTN ipo), si considera lo scarto percentuale tra questo e il valore delle abitazioni acquistate senza mutuo (NTN noipo).

Figura 29 – INC IPO e differenza percentuale valore abitazioni NTN ipo e NTN noipo



Fonte: nostre elaborazioni su dati OMI – Agenzia delle Entrate

La Figura 29 mette in evidenza alcuni fenomeni:

- l’INC IPO è tanto maggiore, in qualsiasi anno dei tre considerati, quanto minore è la differenza percentuale tra il valore delle abitazioni ipo e quello delle noipo. Ciò è del tutto ovvio, in quanto sostanzialmente più costano le case maggiore è la necessità di ricorrere al finanziamento con mutuo;
- in ciascuno degli anni considerati la differenza di valore tra le abitazioni suddetta è tanto maggiore quanto minore è la dinamica di mercato; infatti i *cluster* sono sempre ordinati gerarchicamente dalla dinamica scarsa a forte;
- si osserva, inoltre, come a causa della crisi, nel 2013 la linea trasla verso sinistra, evidenziando una riduzione dell’INC IPO, e scivola anche verso il basso evidenziando che in ciascun *cluster* lo scarto dei valori delle abitazioni ipo e noipo aumenta: per esempio, nella classe “scarsa” se lo scarto era del 27%, nel 2013 raggiunge il 30%, e nella classe “forte” lo scarto passa dal -1% del 2006 (le abitazioni noipo avevano mediamente un valore simile a quelle ipo) al 5% del 2013;
- si osserva, infine, che nel 2017 (quindi in presenza di una ripresa delle compravendite ma con prezzi ancora in riduzione) la linea trasla in alto, evidenziando l’aumento dell’INC IPO che si riporta a valori prossimi a quelli del 2006, e verso destra per l’incremento, seppure lieve, dello scarto dei valori anche rispetto al 2013.

Per cui il ciclo non modifica la gerarchia delle differenze tra i diversi *cluster* nella fase di crisi, ma il minor accesso al credito induce, nel caso di compravendite senza mutuo, ad acquistare abitazioni di valore relativamente più basso (minor prezzo o minor superficie o entrambi), mentre nella fase di ripresa, con riduzione media del livello dei prezzi, l’INC IPO si riporta ai valori pre-crisi, ma le abitazioni acquistate senza mutuo mantengono un differenziale analogo (poco superiore) a quello osservato nel periodo di crisi.

4.6. Un approfondimento: modello di regressione dell'incidenza mutui (INC IPO)

Nei paragrafi precedenti si è cercato di argomentare come l'incidenza degli acquisti di abitazioni con mutuo sia influenzata da alcuni fattori strutturali (area geografica e dinamica di mercato), da parametri di politica creditizia, quali il *loan to value*, e dal valore delle abitazioni.

In questo paragrafo si vuole verificare se queste argomentazioni, di carattere, descrittivo, siano consistenti rispetto ad un modello regressivo costruito sulle variabili menzionate.

Si intende applicare un modello che mette in relazione l'incidenza degli acquisti di abitazioni con mutuo (INC IPO), disponibile in serie storica annuale dal 2004 al 2017, nelle aree geografiche analizzate e per ciascuno dei cluster di dinamica definiti, con il *loan to value* (LTV) e il valore delle abitazioni (VALABIPO).

Si vuole verificare una relazione del tipo:

$$\text{INC IPO} = f(\text{LTV}, \text{VALABIPO}, \text{Area geografica}, \text{Cluster dinamica}).$$

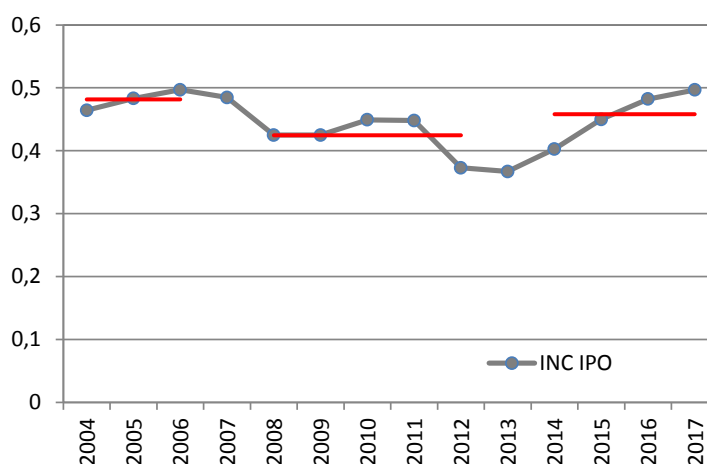
In termini econometrici il modello può essere scritto come:

$$\text{INC IPO}_{t, a, \text{clu}} = \alpha + \beta_1 \text{LTV}_{t, a, \text{clu}} + \beta_2 \text{d_VALABIPO}_{t, a, \text{clu}} + \delta \text{area}^a + \gamma \text{cluster}^{\text{clu}} + \beta D^T + e_{t, a, \text{clu}},$$

dove $\text{INC IPO}_{t, a, \text{clu}}$ è l'incidenza degli acquisti assistiti da ipoteca osservata per $t = 14$ anni, per ogni area a e per ogni cluster di dinamica clu , $\text{LTV}_{t, a, \text{clu}}$ è il rapporto tra il capitale finanziato e il valore stimato dell'abitazione per la quale si è fatto ricorso al mutuo calcolato nello stesso arco temporale e per le stesse ripartizioni, $\text{d_VALABIPO}_{t, a, \text{clu}}$ rappresenta il valore stimato dell'abitazione acquistata con ipoteca che, per opportunità econometriche, è inserito nel modello come rapporto, in ciascun anno, tra il valore per ogni cluster e il valore medio nazionale, rappresentando così un differenziale di valore. Infine, per controllare gli effetti territoriali sono inserite in modo opportuno le variabili *dummy* di appartenenza alle aree geografiche, area^a , e al *cluster* di dinamica, $\text{cluster}^{\text{clu}}$.

Inoltre è stato necessario includere nel modello tre variabili *dummy* di controllo, D^T , poiché, come ampiamente osservato nei precedenti paragrafi, nella serie storica dell'INC IPO qui esaminata e visualizzata in Figura 30, si possono ben individuare tre distinti periodi in cui la serie si attesta intorno a tre diversi livelli medi indicati dalla linea rossa nello stesso grafico. La prima variabile, D^{2006} , indica l'anno 2006 ovvero il primo punto di svolta della serie che passa da un andamento crescente che raggiunge il massimo proprio nel 2006 a uno di flessione che caratterizza tutto il periodo successivo dal 2007 al 2013. Il *turn point* del 2013 è indicato dalla seconda variabile *dummy* D^{2013} e, infine, la variabile D^{2017} coglie l'ultimo periodo dal 2014 al 2017 nel quale si realizza una progressiva risalita. Si è stimato anche un modello che considera il tasso di interesse, tuttavia però è stato abbandonato a favore di quello presentato, data la non significatività di tale variabile dovuta sostanzialmente alla scarsa variabilità già emersa nell'analisi descrittiva.

Figura 30 – INC IPO ITALIA dal 2004 al 2017



Fonte: nostre elaborazioni su dati OMI – Agenzia delle Entrate

Tabella 7 – Stime del modello di regressione per la variabile INC IPO*Statistica della regressione*

<i>R multiplo</i>	0,952
<i>R al quadrato</i>	0,906
<i>R al quadrato corretto</i>	0,901
<i>Errore standard</i>	0,032
<i>Osservazioni</i>	210

ANALISI VARIANZA

	<i>gdl</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>Significatività F</i>
<i>Regressione</i>	11	1,917	0,174	174,303	0,000
<i>Residuo</i>	198	0,198	0,001		
<i>Totale</i>	209	2,114			

<i>Variabili</i>	<i>Coefficienti</i>	<i>Std Error</i>	<i>Stat t</i>	<i>Significatività</i>	<i>IC inf 95%</i>	<i>IC Sup 95%</i>	
<i>Intercetta</i>	0,127	0,046	2,752	0,006	0,036	0,218	**
<i>LTV</i>	0,246	0,035	6,974	0,000	0,176	0,315	***
<i>VALABIPO</i>	0,106	0,027	3,965	0,000	0,053	0,158	***
<i>D_NORD</i>	0,066	0,006	11,039	0,000	0,054	0,078	***
<i>D_CENTRO</i>	0,048	0,008	5,905	0,000	0,032	0,064	***
<i>D_SCARSA</i>	-0,220	0,012	-18,840	0,000	-0,243	-0,197	***
<i>D_DEBOLE</i>	-0,147	0,011	-14,004	0,000	-0,168	-0,127	***
<i>D_MEDIA</i>	-0,080	0,008	-9,482	0,000	-0,096	-0,063	***
<i>D_CONSISTENTE</i>	-0,018	0,007	-2,425	0,016	-0,032	-0,003	**
<i>D_2006</i>	0,031	0,009	3,420	0,001	0,013	0,048	***
<i>D_2013</i>	-0,056	0,009	-6,221	0,000	-0,073	-0,038	***
<i>D_2017</i>	0,059	0,009	6,688	0,000	0,042	0,076	***

La variabile dipendente è INC IPO per anno.; *, **, *** indicano le convenzionali soglie di significatività statistica (10, 5 e 1 per cento, rispettivamente)

Il modello ben descrive quanto argomentato nei precedenti paragrafi con un valore del coefficiente di determinazione che raggiunge lo 0,9. Tutte le variabili nel complesso risultano significative così come è significativo il coefficiente associato a ciascuna variabile, di segno e ordinamento atteso. La variabile INC IPO risulta influenzata dal *loan to value*, LTV, il cui coefficiente stimato ha il peso maggiore a parità di altre variabili. Tra le variabili di controllo territoriali la maggiore differenza si riscontra tra il *cluster* di dinamica scarsa e quello forte con un valore di INC IPO che diminuisce di 0,22 punti percentuali rispetto a quanto si osserva nel *cluster* forte scelto a riferimento. L'entità dei coefficienti stimati per le *dummy* dei gruppi confermano che le differenze tra *cluster* diminuiscono nel passare da gruppi più distanti verso quelli più simili, così come la distanza aumenta nel passare da Nord a Sud.

Sintetizzando, il modello indica che:

- tenuto conto delle differenze strutturali di dinamica e area geografica, un aumento del LTV a livello nazionale di un punto percentuale determina un incremento di circa 0,25 punti percentuali dell'INC IPO;
- se il DIFFVALIPO, tenuto conto delle differenze strutturali di dinamica e area geografica, incrementa di un punto percentuale ciò determina un incremento di circa 0,1 punti percentuali dell'INC IPO. Per questa variabile è bene precisare che l'effetto va letto a parità di LTV. Alla base della variabile vi è infatti il valore dell'abitazione ipotecata che riflette, almeno per una parte, anche l'andamento dei prezzi; se si ipotizza che il LTV sia costante, ad un certo livello fissato, così come le condizioni

economiche delle famiglie che accedono al finanziamento, all'aumentare dei prezzi o in generale del valore dell'abitazione acquistata si riscontra una maggiore richiesta di acquisti con mutuo;

- se al SUD INC IPO incrementa di un punto percentuale al NORD l'incremento è di 0,07 punti percentuali in più e al Centro di 0,05 punti in più. In modo analogo possono essere interpretati i coefficienti legati alle *dummy* dei diversi *cluster*;
- le variabili legate alle annualità 2006, 2013 e 2017 inserite nel modello, come detto per incorporare gli effetti dei punti di svolta positivi del 2006 e 2017 e quello relativo alla crisi del mercato, 2013, indicano l'effetto positivo sull'INC IPO nel punto di picco positivo 2006 e 2017 e negativo nel 2013. Ciò sembra confermare l'effetto del ciclo anche sull'incidenza.

Fissato un differenziale di 0,7 per VALABIPO, per visualizzare l'effetto di variazioni della variabile LTV sull'incidenza, nei grafici di Figura 31 sono mostrati gli andamenti di INC IPO nelle aree geografiche Nord, Centro e Sud per i comuni con dinamica scarsa (grafico di sinistra) e per i comuni con dinamica consistente (grafico di destra). All'aumentare del LTV, l'incidenza che si osserva per il *cluster* di dinamica scarsa si mantiene sempre al di sotto di quella che si osserva nei comuni con dinamica consistente per tutte le aree geografiche. Posto invece pari a 0,75 il LTV, l'effetto di variazioni della variabile VALABIPO sull'incidenza è mostrato in Figura 32. Entrambe le figure evidenziano inoltre una maggiore distanza tra Nord e Sud per i comuni con dinamica consistente

Figura 31 – INC IPO al variare di LTV nei comuni con dinamica scarsa (grafico a sx) e consistente (grafico a dx)

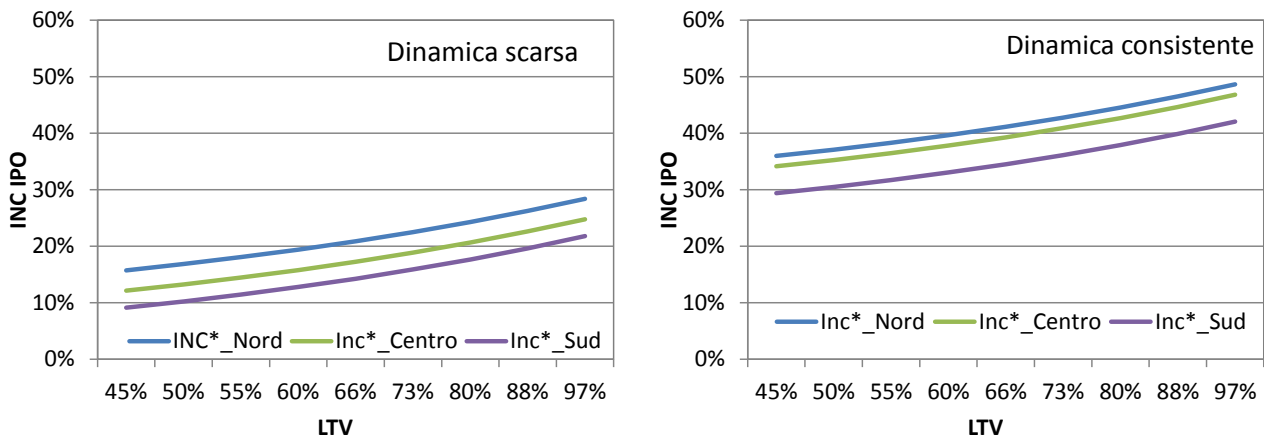
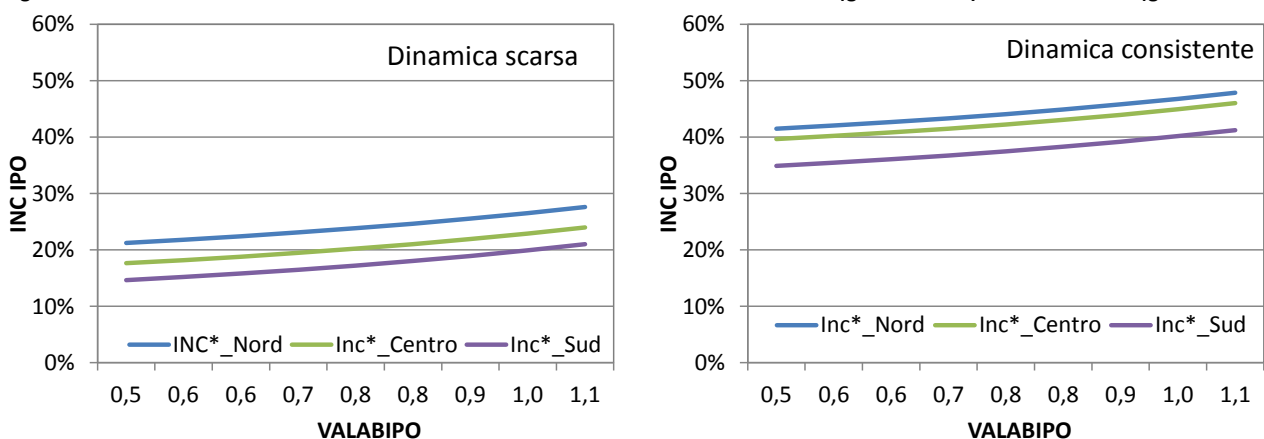


Figura 32 – INC IPO al variare di VALABIPO nei comuni con dinamica scarsa (grafico a sx) e consistente (grafico a dx)



Fonte: nostre elaborazioni su dati OMI – Agenzia delle Entrate

In definitiva, si conferma che l'incidenza degli acquisti di abitazioni con mutuo dipende da alcune variabili strutturali quali l'appartenenza degli immobili da acquistare a determinate aree geografiche e a determinati *cluster* di dinamica di mercato territoriale, nonché dalla variabile LTV e dal valore delle abitazioni acquistate con mutuo.

In Tabella 8 sono riportati i dati utilizzati per la stima del modello di regressione.

Tabella 8 – Tavola dei dati utilizzati nel modello di regressione

AREA	CLUSTER DINAMICA	VARIABILE	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
NORD	SCARSA	INC	0,27	0,30	0,31	0,29	0,25	0,23	0,25	0,23	0,14	0,19	0,22	0,28	0,28	0,30
NORD	DEBOLE	INC	0,38	0,39	0,40	0,39	0,33	0,32	0,32	0,32	0,25	0,26	0,30	0,32	0,34	0,36
NORD	MEDIA	INC	0,43	0,46	0,47	0,45	0,39	0,38	0,39	0,40	0,32	0,31	0,34	0,39	0,41	0,43
NORD	CONSISTENTE	INC	0,49	0,51	0,52	0,51	0,45	0,43	0,45	0,46	0,38	0,37	0,41	0,47	0,49	0,50
NORD	FORTE	INC	0,56	0,57	0,58	0,57	0,50	0,50	0,51	0,52	0,45	0,44	0,47	0,52	0,55	0,56
CENTRO	SCARSA	INC	0,27	0,32	0,29	0,32	0,28	0,26	0,24	0,26	0,19	0,17	0,20	0,21	0,25	0,27
CENTRO	DEBOLE	INC	0,33	0,36	0,38	0,36	0,33	0,33	0,34	0,33	0,25	0,24	0,26	0,31	0,33	0,35
CENTRO	MEDIA	INC	0,38	0,41	0,42	0,41	0,36	0,37	0,38	0,37	0,30	0,29	0,33	0,37	0,41	0,41
CENTRO	CONSISTENTE	INC	0,44	0,47	0,48	0,48	0,42	0,42	0,45	0,44	0,36	0,38	0,40	0,45	0,47	0,49
CENTRO	FORTE	INC	0,48	0,48	0,50	0,49	0,43	0,45	0,50	0,48	0,41	0,42	0,44	0,49	0,53	0,55
SUD	SCARSA	INC	0,19	0,22	0,23	0,24	0,21	0,19	0,20	0,18	0,14	0,14	0,15	0,18	0,21	0,22
SUD	DEBOLE	INC	0,26	0,29	0,31	0,31	0,26	0,25	0,28	0,27	0,21	0,20	0,23	0,26	0,29	0,31
SUD	MEDIA	INC	0,34	0,37	0,39	0,38	0,34	0,34	0,37	0,35	0,27	0,27	0,31	0,35	0,40	0,41
SUD	CONSISTENTE	INC	0,42	0,45	0,47	0,46	0,40	0,41	0,44	0,43	0,36	0,34	0,38	0,42	0,46	0,48
SUD	FORTE	INC	0,40	0,43	0,43	0,44	0,38	0,39	0,40	0,40	0,33	0,31	0,35	0,41	0,44	0,47
NORD	SCARSA	LTV	0,89	0,95	1,00	0,94	0,86	1,04	1,00	0,90	0,77	0,77	0,78	0,75	0,74	0,80
NORD	DEBOLE	LTV	0,87	0,93	0,95	1,13	0,90	0,88	0,93	0,88	0,80	0,78	0,78	0,78	0,78	0,81
NORD	MEDIA	LTV	0,85	0,90	0,90	0,88	0,85	0,85	0,85	0,82	0,75	0,73	0,73	0,70	0,72	0,71
NORD	CONSISTENTE	LTV	0,84	0,88	0,92	0,91	0,88	0,88	0,88	0,87	0,78	0,75	0,74	0,73	0,73	0,73
NORD	FORTE	LTV	0,76	0,80	0,83	0,81	0,86	0,78	0,79	0,78	0,72	0,70	0,69	0,70	0,71	0,72
CENTRO	SCARSA	LTV	0,97	0,98	0,96	0,95	1,01	0,96	0,91	0,89	0,76	0,80	0,76	0,70	0,70	0,70
CENTRO	DEBOLE	LTV	0,86	0,92	0,91	0,85	0,85	0,81	0,82	0,83	0,74	0,71	0,75	0,65	0,68	0,68
CENTRO	MEDIA	LTV	0,76	0,81	0,81	0,81	0,78	0,78	0,83	0,77	0,72	0,69	0,65	0,66	0,68	0,69
CENTRO	CONSISTENTE	LTV	0,77	0,77	0,79	0,77	0,74	0,73	0,74	0,70	0,65	0,63	0,61	0,62	0,64	0,65
CENTRO	FORTE	LTV	0,66	0,70	0,67	0,74	0,64	0,67	0,71	0,67	0,58	0,60	0,62	0,65	0,66	0,70
SUD	SCARSA	LTV	0,89	0,99	1,02	1,01	1,06	0,91	0,91	0,94	0,81	0,83	0,88	0,82	0,82	0,83
SUD	DEBOLE	LTV	0,94	0,98	1,02	1,02	0,96	0,93	0,95	0,94	0,86	0,85	0,84	0,83	0,83	0,85
SUD	MEDIA	LTV	0,88	0,92	0,94	0,90	0,89	0,85	0,88	0,85	0,80	0,79	0,80	0,80	0,81	0,82
SUD	CONSISTENTE	LTV	0,80	0,84	0,85	0,87	0,81	0,81	0,84	0,82	0,71	0,73	0,73	0,73	0,74	0,75
SUD	FORTE	LTV	0,94	0,97	0,95	0,91	0,88	0,87	0,90	0,87	0,78	0,79	0,78	0,77	0,79	0,79
NORD	SCARSA	VALABIPO	0,64	0,62	0,65	0,64	0,66	0,61	0,63	0,62	0,65	0,68	0,76	0,74	0,79	0,75
NORD	DEBOLE	VALABIPO	0,76	0,76	0,73	0,74	0,74	0,74	0,72	0,71	0,74	0,74	0,75	0,77	0,79	0,78
NORD	MEDIA	VALABIPO	0,85	0,86	0,86	0,83	0,85	0,84	0,84	0,84	0,84	0,86	0,87	0,92	0,92	0,94
NORD	CONSISTENTE	VALABIPO	0,91	0,91	0,88	0,88	0,88	0,88	0,85	0,86	0,85	0,87	0,89	0,91	0,92	0,92
NORD	FORTE	VALABIPO	1,07	1,06	1,03	1,02	1,03	1,02	1,01	1,01	1,00	1,01	1,02	1,02	1,02	1,03
CENTRO	SCARSA	VALABIPO	0,63	0,61	0,64	0,65	0,61	0,62	0,67	0,64	0,71	0,63	0,71	0,74	0,73	0,75
CENTRO	DEBOLE	VALABIPO	0,73	0,73	0,75	0,81	0,77	0,76	0,78	0,75	0,75	0,81	0,81	0,84	0,81	0,82
CENTRO	MEDIA	VALABIPO	0,95	0,95	0,97	0,97	0,97	0,95	0,94	0,94	0,94	0,96	0,97	0,98	0,97	0,98
CENTRO	CONSISTENTE	VALABIPO	1,07	1,10	1,12	1,12	1,12	1,10	1,10	1,11	1,11	1,12	1,13	1,12	1,11	1,09
CENTRO	FORTE	VALABIPO	1,34	1,36	1,45	1,47	1,46	1,44	1,42	1,45	1,44	1,37	1,32	1,29	1,28	1,26
SUD	SCARSA	VALABIPO	0,58	0,57	0,57	0,60	0,63	0,65	0,65	0,61	0,64	0,63	0,65	0,65	0,68	0,68
SUD	DEBOLE	VALABIPO	0,58	0,59	0,60	0,61	0,62	0,63	0,63	0,63	0,62	0,65	0,64	0,66	0,67	0,68
SUD	MEDIA	VALABIPO	0,68	0,70	0,73	0,75	0,75	0,76	0,76	0,75	0,75	0,74	0,74	0,74	0,74	0,74
SUD	CONSISTENTE	VALABIPO	0,85	0,86	0,89	0,90	0,89	0,89	0,89	0,88	0,89	0,88	0,89	0,90	0,89	0,90
SUD	FORTE	VALABIPO	0,68	0,72	0,75	0,77	0,77	0,76	0,76	0,76	0,75	0,75	0,76	0,77	0,77	0,77

Fonte: nostre elaborazioni su dati OMI – Agenzia delle Entrate

Bibliografia

- Bassanetti e C. Rondinelli, *La difficoltà di risparmio nelle valutazioni delle famiglie italiane*, QEF – Banca d'Italia N.147 – febbraio 2013
- D. Ciani, W. Cornacchia e P. Garofalo, *Le misure macroprudenziali introdotte in Europa per il settore immobiliare* in Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza*, n. 227, settembre 2014
- G. Guerrieri, *Cicli immobiliari e credito erogato: un'analisi empirica del segmento delle abitazioni acquistate con il mutuo*, *Territorio Italia* n. 1 del 2017
- G. Guerrieri, *Livello e andamento dei valori di mercato e dei valori catastali (2000-2015)*, *Quaderni dell'Osservatorio*, Anno V – Numero unico – dicembre 2016
- G. Guerrieri, M. Festa, E. Ghirardo, *Flussi annuali del capitale di debito tratto dal patrimonio immobiliare*, *Quaderni dell'Osservatorio*, Anno VI – Numero unico – Dicembre 2017
- ISTAT, *Rapporto annuale 2018 - La situazione del paese*, cap.3, pag. 161
- L. Bartiloro e C. Rampazzi, *Il sostegno finanziario della rete familiare durante la crisi* in Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza*, n. 291, settembre 2015
- L. Cannari, G. D'Alessio e G. Vecchi, *I prezzi delle abitazioni in Italia, 1927-2012*, *Questioni di Economia e Finanza - Banca d'Italia* N 333 – Giugno 2016
- M. Festa, E. Ghirardo and A. Storniolo, *Analysis of Real Estate market Cycles: an application on Italian data*, Firenze University Press, *XLI Incontro di Studio del Ce.S.E.T.*, 2012, pp. 105-125 *Aestimum*, Vol. 1, 2013
- N. Roubini e S. Mihm, *La crisi non è finita*, Feltrinelli Editore, Milano, 2010
- OMI - Agenzia delle Entrate, *Nota Metodologica compravendite immobiliari*, aggiornata al 22 maggio 2018 disponibile al 17 luglio 2018 alla pagina web <https://www.agenziaentrate.gov.it/wps/content/nsilib/nsi/schede/fabbricatiterreni/omi/pubblicazioni/note+metodologiche+2018>
- OMI - Agenzia delle Entrate, *Rapporto mutui ipotecari 2018*, disponibile al 27 novembre 2018 alla pagina web <https://www.agenziaentrate.gov.it/wps/content/Nsilib/Nsi/Schede/FabbricatiTerreni/omi/Pubblicazioni/Rapporti+mutui+ipotecari/>

I valori monetari dichiarati nelle compravendite residenziali: una prima analisi

di Maurizio FESTA* e Erika GHIRALDO**

1. Introduzione

In questo articolo sono presentati i risultati di una prima analisi effettuata sulla base dati delle compravendite immobiliari residenziali effettuate nel periodo 2011 – 2017 al fine di comprendere l'entità, la distribuzione e le dinamiche del valore monetario dichiarato (VMD) negli atti, relativamente al mercato delle abitazioni in Italia.

Gli archivi delle trascrizioni degli atti di compravendita incrociati con gli archivi del registro hanno infatti consentito di ricavare il dato sul corrispettivo dichiarato per circa il 90% degli atti su un totale di 3,4 milioni di atti elaborati.

Il valore complessivo del corrispettivo dichiarato, oltre ad essere stato analizzato nella sua distribuzione territoriale e nella dinamica nel periodo 2011 – 2017, è stato messo a confronto con il valore stimato di mercato (VSM) degli immobili compravenduti, basato sulle quotazioni dell'Osservatorio del Mercato Immobiliare e sul classamento catastale di ogni unità. Il VSM è calcolato per ogni unità abitativa e rappresenta quel valore che si ottiene aggiustando la quotazione media di zona di una determinata tipologia edilizia, in relazione alle caratteristiche di quell'abitazione così come "catturate" dalla tariffa d'estimo catastale, cui si riferisce il classamento di quell'unità, rapportata alla tariffa d'estimo media di zona.¹

Di seguito, dopo una sintetica descrizione delle basi dati e delle metodologie di elaborazione e di analisi, sono presentati i principali risultati empirici di questo lavoro e quindi esposte alcune brevi conclusioni.

2. Metodologia e descrizione base dati

Le fonti dei dati elaborati sono la "Base dati compravendite immobiliari", costruita incrociando gli archivi delle note di trascrizione degli atti di compravendita e gli archivi censuari del Catasto edilizio urbano e utilizzata dall'Osservatorio del Mercato Immobiliare per la redazione dei rapporti periodici sulle compravendite immobiliari,² e la "Base dati del registro" che contiene tutte le note di registrazione degli atti di compravendita ai fini della liquidazione delle imposte sui trasferimenti.

Dall'archivio della "Pubblicità immobiliare" ogni unità immobiliare urbana contenuta in una nota di trascrizione di un atto di compravendita³ che ne trasferisce, a titolo oneroso, il diritto di proprietà⁴ anche in quota, è incrociata negli archivi del Catasto acquisendo le informazioni censuarie (categoria catastale, consistenza, rendita, superficie⁵).

* Responsabile delegato dell'Ufficio Statistiche e studi mercato immobiliare, DC SEOMI, Agenzia delle Entrate, maurizio.festa@agenziaentrate.it

** Funzionario dell'Ufficio Statistiche e studi mercato immobiliare, DC SEOMI, Agenzia delle Entrate, erika.ghiraldo@agenziaentrate.it

¹ Per i criteri metodologici applicati per il calcolo del VSM si faccia riferimento alla Nota metodologica in *Immobili in Italia* - edizione 2017, pp. 236-241, disponibile al link:

https://www.agenziaentrate.gov.it/wps/file/Nsilib/Nsi/Agenzia/Agenzia+comunica/Prodotti+editoriali/Pubblicazioni+cartografia_catasto_mercato_immobiliare/Immobili+in+Italia/Gli+immobili+in+Italia+2017/capitolo+6/Capitolo6_nota+metodologica.pdf

² L'Osservatorio del Mercato Immobiliare realizza ogni anno rapporti, studi di settore e prodotti editoriali disponibili sul sito web dell'Agenzia delle entrate al link:

<https://www.agenziaentrate.gov.it/wps/content/Nsilib/Nsi/Schede/FabbricatiTerreni/omi/Pubblicazioni/?page=schedefabbricatieterreni>

³ Sono esclusi i decreti di trasferimento delle proprietà immobiliari in esito a procedure giudiziarie di vendita di immobili.

⁴ Ci sono anche atti nei quali i titoli sugli immobili trasferiti sono di tipo misto (es. proprietà per una quota e nuda proprietà per un'altra quota). Tali casi, come sarà spiegato più avanti, non sono stati trattati ai fini di questo studio. Sono cioè stati analizzati i soli atti nei quali sono esclusivamente trasferiti titoli relativi ai codici diritto 01 – *proprietà* e 01S – *proprietà superficaria*.

⁵ Superficie catastale calcolata ai sensi del DPR 138/1998 allegato C (si veda anche Nota metodologica - Compravendite immobiliari disponibile alla pagina web:

<https://www.agenziaentrate.gov.it/wps/content/nsilib/insi/schede/fabbricatieterreni/omi/pubblicazioni/note+metodologiche+2018>).

Ogni atto di compravendita è stato incrociato, nella base dati del registro, con i «negozi fiscali»⁶ al fine di poter associare al complesso degli immobili compravenduti il corrispettivo dichiarato in atto, sia laddove costituisca l'imponibile sia nei casi non lo costituisca.⁷

Nel prospetto che segue sono riportate le informazioni acquisite nella "Base dati compravendite immobiliari" e nella base dati del registro.

Prospetto 1 – Informazioni acquisite nella Base dati compravendite immobiliari e nella Base dati del registro

Archivi	Informazioni acquisite
Note di trascrizione	<ul style="list-style-type: none"> – data atto – unità immobiliari – diritto trasferito (01/01s) – quota trasferita – natura
Dati censuari catasto edilizio urbano	<ul style="list-style-type: none"> – categoria – consistenza – rendita – superficie
Note di registrazione	<ul style="list-style-type: none"> – imponibile – regime IVA – prezzo ai sensi del comma 497 (art.1 L. 266 del 23.12.2015)
Archivio quotazioni OMI	<ul style="list-style-type: none"> – zona OMI di ubicazione – quotazioni medie

La "Base dati compravendite immobiliari" comprende tutte le unità immobiliari urbane compravendute situate nel territorio nazionale ad eccezione di quelle nei comuni delle province autonome di Trento (n. 177 comuni) e Bolzano (n. 116 comuni), del Veneto (n. 2 comuni), della Lombardia (n. 2 comuni) e del Friuli Venezia Giulia (n. 44 comuni) dove vige il sistema dei libri fondiari (o sistema tavolare) per la pubblicità immobiliare.

La base dati comunale di riferimento è aggiornata sulla base delle aggregazioni provinciali e dei comuni censiti negli archivi catastali. Si tratta, al 31.12.2017, di 7.629 comuni aggregati in 99⁸ province, per ognuna delle quali è individuato il relativo capoluogo.

In ogni atto è definita l'operazione economica che prevede la compravendita a titolo oneroso di uno o più immobili, anche con diversa destinazione d'uso,⁹ e/o terreni, o con diversa ubicazione sul territorio nazionale.

Con il fine di aggregare gli atti per settore immobiliare economico, convenzionalmente è stata adottata una classificazione degli atti di compravendita, correlati a uno o più "negozi fiscali", che tiene, appunto, conto della diversa combinazione degli immobili compravenduti in uno stesso atto.

⁶ Bisogna, invero, tener conto che in un unico atto possono intervenire diversi soggetti ed essere negoziati beni o diritti sottoposti a differenti regimi di tassazione. In un atto di compravendita vi possono, cioè, essere più «disposizioni» intendendo per «disposizione» una convenzione negoziale suscettibile di produrre effetti giuridici valutabili autonomamente ai fini dell'imposizione fiscale.

⁷ Ai sensi dell'art. 1, comma 497 della legge 23 dicembre 2005 n. 266, per gli acquisti di abitazioni e relative pertinenze da parte di persone fisiche, che non agiscano nell'esercizio di attività commerciali, artistiche o professionali, la base imponibile ai fini delle imposte di registro, ipotecarie e catastali è costituita dal valore dell'immobile determinato ai sensi dell'art.52 commi 4 e 5 del testo unico sull'imposta di registro di cui al DPR n. 131 del 1986, indipendentemente dal corrispettivo pattuito indicato nell'atto.

⁸ Le province sono quelle amministrative alle quali fanno ancora riferimento le competenze catastali degli uffici provinciali dell'Agenzia. Si tratta cioè della suddivisione amministrativa antecedente l'istituzione delle province di Monza Brianza, Fermo e Barletta-Andria-Trani (Leggi n. 146, 147 e 148 del 11 giugno 2004). Come già chiarito nel paragrafo *Copertura territoriale*, sono escluse interamente le province dove vige il sistema tavolare (Bolzano, Trento, Gorizia e Trieste).

⁹ Per le aggregazioni tipologiche degli immobili nei diversi settori di mercato si è fatto riferimento ai criteri metodologici utilizzati per l'analisi delle compravendite immobiliari e riportati nella Nota metodologica - Compravendite immobiliari - Statistiche OMI alla quale si rimanda per ogni approfondimento disponibile al link:

<https://www.agenziaentrate.gov.it/wps/content/nsilib/insi/schede/fabbricatiterreni/omi/pubblicazioni/note+metodologiche+2018>

I valori dichiarati nella nota di registrazione di un atto di compravendita sono riferiti al complesso degli immobili per i quali si realizza un negozio giuridico omogeneo sotto il profilo fiscale dei soggetti attori.¹⁰ Non ritenendo attendibili ripartizioni tra gli immobili del prezzo/imponibile complessivo dichiarato, se non con stime del tutto opinabili, un atto non può essere frazionato dal punto di vista del suo valore economico.

Questa aggregazione è quindi funzionale all'analisi dei valori economici degli atti di compravendita immobiliare e in particolare quelli nei quali è stata trasferita la proprietà, anche in quota, di unità residenziali e delle relative pertinenze. Nel Prospetto 2 è riportato lo schema delle aggregazioni tipologiche adottate per gli atti esaminati in questo studio.

Prospetto 2 – Aggregazioni tipologiche degli atti di compravendita con presenza di abitazioni

Acronimo	Tipologia atto	Combinazione di immobili contenuti nell'atto
RES	Atto Residenziale	<ul style="list-style-type: none"> • <i>atti nei quali è stata compravenduta una sola unità immobiliare del settore RES, eventualmente combinata con terreni e al massimo tre pertinenze.</i>
RES PLUS	Atto Residenziale plurimo	<ul style="list-style-type: none"> • <i>atti nei quali è stata compravenduta più di un' unità immobiliare del settore RES, eventualmente combinate con terreni e pertinenze;</i> • <i>atti nei quali è stata compravenduta un' unità immobiliare del settore RES, eventualmente combinata con terreni e più di tre pertinenze.</i>
MISTO RES	Atto Misto con residenziale	<ul style="list-style-type: none"> • MISTO RESp: <i>atti nei quali è stata compravenduta almeno un'unità del settore RES con unità immobiliari depositi commerciali e autorimesse¹¹ del settore TCO eventualmente combinata con terreni e pertinenze.</i> • MISTO RESa: <i>atti nei quali è stata compravenduta almeno un'unità del settore RES con unità immobiliari dei settori (TCO, PRO, AGR, ALT, RSD)</i>

L'elaborazione delle Basi dati è stata effettuata per il calcolo delle seguenti variabili:

- **numero immobili compravenduti in atto:** è la somma del numero delle unità immobiliari compravendute in ciascun atto;
- **prezzo:** rappresenta l'entità monetaria dichiarata nell'atto quale corrispettivo della compravendita quando la parte acquirente ha richiesto, avendone i requisiti, di avvalersi del regime "prezzo/valore";¹²
- **imponibile:** rappresenta l'entità monetaria dichiarata nell'atto quale imponibile alla base delle imposte (Registro o IVA);
- **VSM (valore stimato di mercato):** rappresenta una stima del valore di ciascun immobile ottenuta basandosi sulle quotazioni medie determinate dall'OMI, ridistribuite secondo il classamento catastale dell'unità immobiliare, in modo tale da tenere in conto le sue caratteristiche, intrinseche ed estrinseche.¹³

¹⁰ Si veda nota 6.

¹¹ C/2 con consistenza catastale oltre 30m², C/6 e C/7 con consistenza catastale oltre 50m².

¹² La norma che ha inizialmente introdotto il prezzo valore è stato l'art. 1, comma 497 della l. 23 dicembre 2005, n. 266 (finanziaria 2006); essa è stata oggetto di due successive modifiche: l'art. 35, comma 21 del d.l. 4 luglio 2006, n. 223, convertito con modificazioni nella l. 4 agosto 2006, n. 248 (c.d. decreto Bersani-Visco); e l'art. 1, comma 309, della l. 27 dicembre 2006, n. 296 (finanziaria 2007). Il testo della norma nella attuale formulazione è il seguente: "In deroga alla disciplina di cui all'art. 43 del testo unico delle disposizioni concernenti l'imposta di registro, di cui al decreto del Presidente della Repubblica 26 aprile 1986, n. 131, e fatta salva l'applicazione dell'articolo 39, primo comma, lettera d), ultimo periodo, del decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n.600, per le sole cessioni nei confronti di persone fisiche che non agiscano nell'esercizio di attività commerciali, artistiche o professionali, aventi ad oggetto immobili ad uso abitativo e relative pertinenze, all'atto della cessione e su richiesta della parte acquirente resa al notaio, la base imponibile ai fini delle imposte di registro, ipotecarie e catastali è costituita dal valore dell'immobile determinato ai sensi dell'art. 52, commi 4 e 5, del citato testo unico di cui al decreto del Presidente della Repubblica n. 131 del 1986, indipendentemente dal corrispettivo pattuito indicato nell'atto. Gli onorari notarili sono ridotti del 30 per cento."

¹³ Si veda nota 1.

I risultati sono stati analizzati anche nella distribuzione delle consuete macroaree geografiche utilizzate nelle pubblicazioni dell'OMI.

Il **valore monetario dichiarato (VMD) negli atti di compravendita residenziali** deriva dai prezzi e dagli imponibili dichiarati nella nota di registrazione dei singoli atti di compravendita.

Nella Tabella 1 sono riportate, per la totalità degli atti stipulati tra il 2011 e il 2017 nei quali è stata compravenduta almeno una abitazione, anche in quota, le tipologie di atto distinte secondo i criteri di determinazione del VMD. In tabella è riportato per ogni tipologia oltre che il numero di atti anche il corrispondente NTN delle abitazioni compravendute.¹⁴

Tabella 1 – Atti di compravendita con abitazioni – periodo 2011 -2017

	Tipologia atti elaborati	N. ATTI	Quota atti sul totale	NTN ABITAZIONI	Quota NTN sul totale
1	Atti in regime prezzo/valore con prezzi dichiarati [VMD = prezzo dichiarato]	2.167.441	62,6%	2.102.852	63,8%
2	Atti in regime IVA [VMD = imponibile dichiarato]	438.058	12,7%	456.621	13,9%
3	Atti non in regime IVA e non prezzo/valore [VMD = imponibile dichiarato]	40.904	1,2%	55.694	1,7%
4	Atti in regime prezzo/valore ma prezzo assente [VMD = VSMc]	171.703	5,0%	167.012	5,1%
5	Atti non incrociati con le note di registro [VMD = VSMc]	277.281	8,0%	289.779	8,8%
6	Atti con prezzi dichiarati o imponibili anomali [VMD = VSMc]	3.517	0,1%	3.688	0,1%
7	Atti con prezzi o imponibili assenti o anomali* [VMD = VMD medio]	7.635	0,2%	7.817	0,2%
8	Atti MISTO RESa** [VMD non determinabile]	168.202	4,9%	196.283	6,0%
9	Atti TITOLI MISTI*** [VMD non determinabile]	186.869	5,4%	14.383	0,4%
	Totale atti residenziali 2011-2017	3.461.610	100,0%	3.294.129	100,0%

* Sono gli atti dei casi 4, 5 e 6 per i quali non è disponibile il VSMc

** ATTI MISTO RESa: Atti con trasferimento di abitazioni e altri immobili non pertinenziali (uffici, negozi, industrie, ecc.)

*** ATTI TITOLI MISTI: Atti con trasferimento di titoli di nuda proprietà e usufrutto insieme alla proprietà di abitazioni

**** VSMc = VSM opportunamente omogeneizzato ai valori dichiarati¹⁵

Qualora gli immobili compravenduti siano in regime di “prezzo-valore” sono dichiarati nella nota di registrazione sia l'imponibile fiscale sia il prezzo corrisposto. In tal caso il valore monetario considerato è il prezzo dichiarato (Tabella 1, caso 1 – 62,6% degli atti di compravendita analizzati, 63,8% del NTN abitazioni). Nel caso in cui nell'atto, nonostante ricorrano i requisiti per il regime di “prezzo-valore”, non è stato indicato il prezzo della transazione ma solo l'imponibile, è stato associato agli immobili compravenduti il VSM (Tabella 1, caso 4 – 5,0% circa degli atti di compravendita analizzati, 5,1% del NTN abitazioni) opportunamente

¹⁴ Negli atti analizzati, come è stato specificato nel Prospetto 2, possono essere state compravendute anche unità pertinenziali. In particolare si tratta in totale di circa 1,9 milioni di unità, di cui 1,75 milioni circa sono unità censite nelle categorie catastali C/2 (depositi) con superficie inferiore a 30 m² e nelle categorie catastali C/6 o C/7 (box o posti auto) inferiori a 50 m², circa 150 mila sono unità C/2, C/6 o C/7 oltre le predette soglie di superficie. Queste ultime, in termini di NTN, sono conteggiate convenzionalmente nel settore TCO (terziario-commerciale). In questo studio essendo state compravendute insieme a unità abitative sono state considerate pertinenze residenziali.

omogeneizzato ai valori dichiarati,¹⁵ VSMc. In tal caso, cioè, la mancata indicazione del prezzo è stata considerata un'omissione accidentale.¹⁶

Nei casi in cui non si applica il "prezzo-valore"¹⁷ l'imponibile corrisponde al prezzo corrisposto e viene considerato quale valore monetario degli immobili scambiati nel negozio giuridico (Tabella 1, casi 2 e 3 – 13,9% degli atti di compravendita analizzati, 15,6% del NTN abitazioni).

Per completare il quadro complessivo del valore monetario dichiarato negli atti di compravendita residenziali, nei casi in cui non si riesce a incrociare le note di trascrizione con le corrispondenti note del registro¹⁸ è stato associato agli immobili compravenduti, anche in questo caso, il VSMc¹⁹ (Tabella 1, caso 5 – 8% degli atti di compravendita analizzati, 8,8% del NTN abitazioni).

È stato utilizzato il VSMc quale surrogato del valore monetario anche in casi anomali (Tabella 1, caso 6 – 0,1% degli atti di compravendita analizzati, 0,1% del NTN abitazioni), ritenuti tali con i seguenti criteri volti a individuare errori di compilazione che posizionano i valori dichiarati sulle code della relativa distribuzione:

Atti in regime prezzo-valore

1. Imponibile > 1.000 e prezzo (regime prezzo-valore) / imponibile ≥ 100
2. Prezzo (regime prezzo-valore) / imponibile $\leq 0,1$

Atti in regime prezzo-valore o imponibile IVA o imponibile, con VSM calcolato

3. Prezzo (regime prezzo-valore o IVA o imponibile) / superficie complessiva normalizzata ≥ 10.000 e Prezzo (regime prezzo-valore o IVA o imponibile) / VSM ≥ 20
4. Prezzo (regime prezzo-valore o IVA o imponibile) / superficie complessiva normalizzata < 100 e Prezzo (regime prezzo-valore o IVA o imponibile) / VSM $\leq 0,05$

Rimangono in misura residuale alcuni atti nei quali, in assenza sia del prezzo sia dell'imponibile o perché ritenuti anomali, non è stato possibile calcolare il VSMc per gli immobili compravenduti (0,2% degli atti di compravendita analizzati, 0,2% del NTN abitazioni); in tale caso è stato assegnato un VMD medio.²⁰

Il valore monetario dichiarato non è stato calcolato, infine, per gli atti nei quali sono state compravendute abitazioni insieme a altri immobili non pertinenti²¹ (Tabella 1, caso 8 – 4,9% degli atti di compravendita analizzati, 6,0% del NTN abitazioni) e per gli atti nei quali i titoli sulle abitazioni trasferiti sono di tipo misto²² (Tabella 1, caso 9 – 5,4% degli atti di compravendita analizzati, 0,4% del NTN abitazioni).

In Tabella 2 è riportata la sintesi delle modalità di calcolo del VMD sulla base dei dati disponibili negli atti elaborati e dei criteri utilizzati nei diversi casi. Emerge che il valore monetario dichiarato è stato determinato per circa il 79% delle abitazioni compravendute (NTN) sulla base dei prezzi o degli imponibili dichiarati e per il 14% mediante il VSMc. Inoltre, uno 0,2% di NTN è stato stimato con un VMD medio nazionale e residua un 6,4% di NTN per cui non è determinabile il VMD (atti MISTO RESa e atti TITOLI MISTI).

¹⁵ Per l'omogeneizzazione ai valori monetari dichiarati il VSM è stato moltiplicato per un coefficiente ottenuto come rapporto, calcolato a livello nazionale e per anno, tra prezzi dichiarati e VSM, ove entrambi presenti.

¹⁶ In realtà è possibile rinunciare di avvalersi del regime "prezzo-valore" ma l'analisi di tali casi ha evidenziato che gli imponibili dichiarati sono, in maggioranza, molto simili a quelli in regime "prezzo-valore". Per tale motivo si è ritenuto di considerare la mancata indicazione del prezzo nella nota di registrazione una mera accidentalità.

¹⁷ Non si applica il regime "prezzo/valore", seppur in caso di acquisti di abitazioni e relative pertinenze, quando l'acquirente non è una PF, è una PF che agisce nell'esercizio di attività commerciali, artistiche o professionali o si tratta di compravendite assoggettate ad IVA (all'art. 10 primo comma, n. 8-bis, del D.P.R. n. 633 del 1972). Inoltre può verificarsi che la parte acquirente decida di non avvalersi di tale regime, non esplicitando in atto la dovuta richiesta prevista dalla norma.

¹⁸ Ciò, come si è detto, accade principalmente quando si trattano atti multi negozio.

¹⁹ Si veda nota 15.

²⁰ In questi casi è stato calcolato, dagli atti dove si dispone dei prezzi o degli imponibili dichiarati, un VMD medio ottenuto dal rapporto tra il totale dei valori dichiarati e il corrispondente totale della superficie normalizzata moltiplicato per la superficie totale degli immobili contenuti in tali atti.

²¹ Si veda tipologia atti MISTO RESa in Prospetto 2.

²² Si veda nota 4.

Tabella 2 – Valore monetario dichiarato negli atti di compravendita con abitazioni – periodo 2011 -2017

VMD (valore monetario dichiarato)	N. ATTI	Quota atti sul totale	NTN ABITAZIONI	Quota NTN sul totale
Prezzo o imponibile dichiarato in atto	2.646.403	76,4%	2.615.167	79,4%
VSMc	452.501	13,1%	460.478	14,0%
VMD medio	7.635	0,2%	7.817	0,2%
VMD non determinabile	355.071	10,3%	210.666	6,4%
Totale atti residenziali 2011-2017	3.461.610	100,0%	3.294.129	100,0%

3. Risultati empirici

3.1. I cicli per area geografica

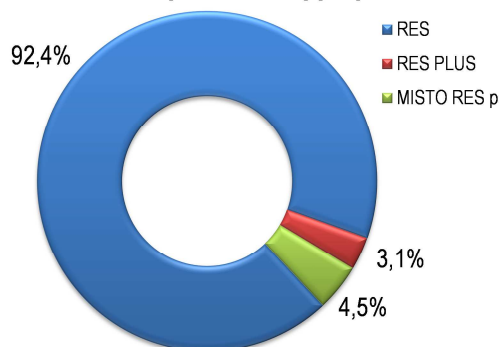
Come descritto nei criteri metodologici presentati in dettaglio nel precedente paragrafo, il valore monetario dichiarato (VMD) o stimato degli atti di compravendita, stipulati nel periodo dal 2011 al 2017 e nei quali sono stati trasferiti titoli di proprietà di abitazioni, è stato determinato per circa 3,1 milioni di atti (circa il 90% del totale) nei quali sono state trasferite, in termini di NTN, circa 3,1 milioni di abitazioni (circa il 93% del totale) e circa 1,8 milioni di unità pertinenziali (circa il 92% del totale).

La composizione di tali atti per le tipologie definite è mostrata nella Tabella 3 e nel grafico di Figura 1. Escludendo i casi 8 e 9 della Tabella 1, gli atti in cui è presente un'unità residenziale, sono per la maggior parte, più del 90%, di tipo RES cioè atti in cui è trasferita solo un'abitazione eventualmente con pertinenze (al massimo tre). Il resto delle abitazioni scambiate, nel periodo esaminato, è distribuito in atti in cui sono presenti più abitazioni ed eventualmente pertinenze, 3,1% del totale e per il 4,5% in atti MISTO RESp.

Tabella 3 – Composizione degli atti per aggregazione tipologica - dati dal 2011 al 2017

Tipo atto	N. ATTI	NTN abitazioni	NTN pertinenze
RES	2.869.820	2.743.903	1.504.919
RES PLUS	97.664	192.533	91.236
MISTO RESp	139.055	147.026	173.833
Totale	3.106.539	3.083.462	1.769.987

Figura 1 – Composizione della numerosità degli atti per aggregazione tipologica - dati dal 2011 al 2017



Nella Tabella 4 sono riportati i valori monetari determinati per ciascun anno dal 2011 al 2017, e le corrispondenti variazioni annuali.

Tabella 4 – VMD atti 2011 – 2017

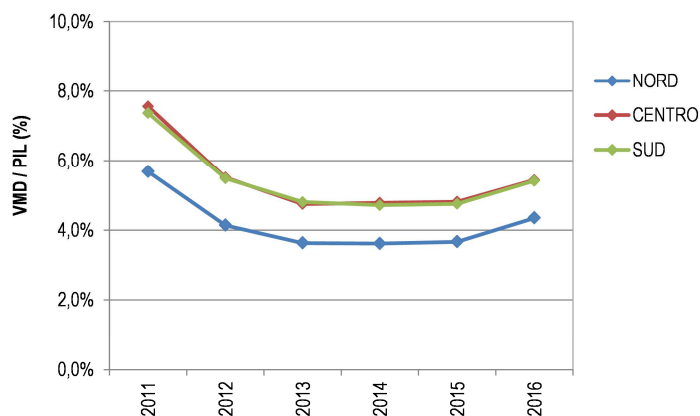
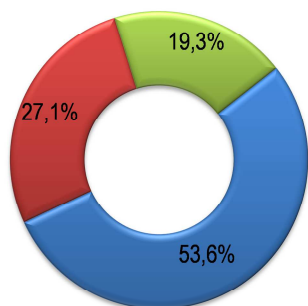
Anno	NTN abitazioni	NTN pertinenze	VMD (in mld euro)	Var % annua VMD
2011	539.665	315.474	97,0	-
2012	400.669	231.675	69,9	-25,8%
2013	364.552	209.046	60,7	-9,0%
2014	380.170	215.920	61,2	4,3%
2015	408.371	229.329	63,0	7,4%
2016	484.118	277.122	74,5	18,5%
2017	505.917	291.421	76,5	4,5%
Totale	3.083.463	1.769.987	502,9	-

Nella Tabella 5 sono riportati i valori monetari dichiarati determinati per ciascun anno dal 2011 al 2017 e la relativa percentuale in rapporto al PIL per area geografica. Dalla lettura dei grafici in Figura 6 emerge che l'area del Nord esprime la quota maggiore del VMD, oltre il 50% nel periodo 2011-2017, ma sono Centro e Sud le aree nelle quali le compravendite residenziali hanno il maggior peso economico in rapporto al PIL.

Tabella 5 – VMD e VMD/PIL per area geografica – atti 2011-2017

Anno	NORD		CENTRO		SUD		ITALIA	
	VMD	VMD/PIL (%)	VMD	VMD/PIL (%)	VMD	VMD/PIL (%)	VMD	VMD/PIL (%)
2011	51,2	5,7%	27,0	7,6%	18,7	7,4%	97,0	6,4%
2012	36,7	4,1%	19,3	5,5%	13,9	5,5%	69,9	4,7%
2013	32,3	3,6%	16,5	4,7%	11,9	4,8%	60,7	4,1%
2014	32,7	3,6%	16,8	4,8%	11,7	4,7%	61,2	4,1%
2015	33,8	3,7%	17,1	4,8%	12,1	4,8%	63,0	4,1%
2016	40,8	4,3%	19,6	5,4%	14,0	5,4%	74,5	4,8%
2017	42,0	-	19,9	-	14,5	-	76,5	-
TOTALE	269,6	-	136,4	-	96,9	-	502,9	-

Figura 2 – Distribuzione del VMD (atti 2011 – 2017) e rapporto VMD / PIL per area geografica



3.2. Valori monetari dichiarati e “fatturato” stimato

L'Osservatorio del mercato immobiliare da diversi anni fornisce statistiche sulla stima del valore monetario delle abitazioni scambiate,²³ denominato “fatturato” delle abitazioni compravendute. Come riportato nei rapporti immobiliari residenziali si tratta di una stima di larga massima del valore monetario di tutte le abitazioni compravendute in un anno, ottenuta moltiplicando le superfici stimate e le quotazioni medie comunali tratte dalla banca dati OMI.

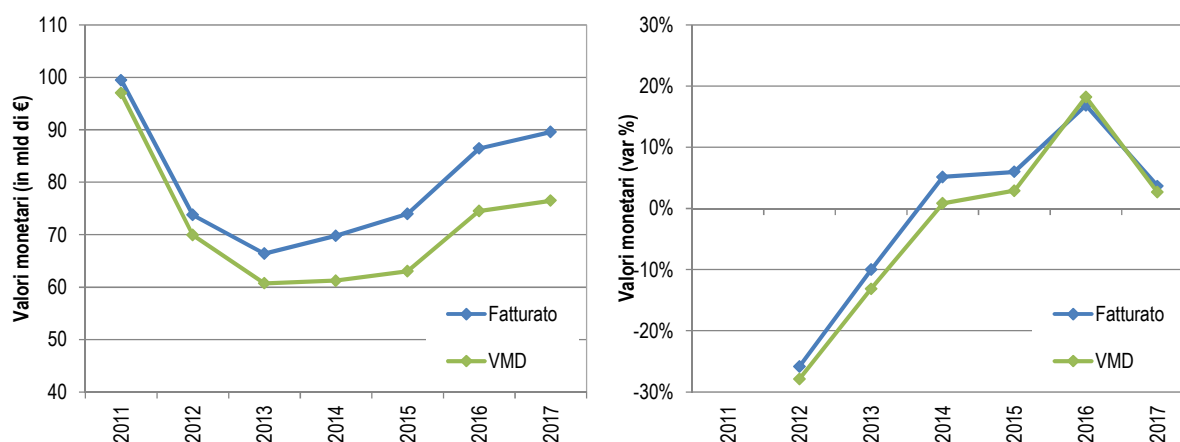
Se si confronta il “fatturato” pubblicato nell'edizione 2018²⁴ del Rapporto immobiliare – settore residenziale con il VMD determinato in questo studio (Tabella 6) si osserva che il VMD è, nel periodo considerato, sempre inferiore alla stima del “fatturato”. La distanza tra i due valori è innanzitutto dovuta ai diversi insiemi ai quali sono riferiti gli importi. Nel caso del VMD, le abitazioni sono solo quelle contenute negli atti residenziali (RES, RES PLUS, MISTO RESp descritti nel Prospetto 2), circa il 94% del NTN totale, insieme alla pertinenze acquistate negli stessi atti, circa 1,8 milioni. Nel caso del “fatturato”, questo si riferisce all'intero NTN delle abitazioni, indipendentemente dall'atto nel quale sono state scambiate, e al netto di qualsiasi pertinenza.

Con questa premessa, il confronto delle due quantità annuali, dal 2011 al 2017, proposto nel grafico di Figura 3 evidenzia che i due valori monetari degli scambi, seppur riferiti, come si è detto, a due insiemi non perfettamente omogenei, presentano un analogo andamento nel tempo in termini di variazioni percentuali annue (grafico a destra) ma mostrano scostamenti, in termini assoluti, crescenti nel periodo esaminato.

Tabella 6 – Confronto tra VMD e fatturato – atti 2011 - 2017

Anno	NTN abitazioni (atti VMD)	NTN pertinenze (atti VMD)	VMD (in mld euro)	NTN abitazioni totale atti	“fatturato” abitazioni totale atti (in mld euro)
2011	539.665	315.474	97,0	575.797	99,5
2012	400.669	231.675	69,9	427.566	73,8
2013	364.552	209.046	60,7	389.448	66,4
2014	380.170	215.920	61,2	405.722	69,8
2015	408.371	229.329	63,0	435.931	74,0
2016	484.118	277.122	74,5	517.184	86,4
2017	505.917	291.421	76,5	542.480	89,6
Totale	3.083.463	1.769.987	502,9	3.294.129	559,4

Figura 3 – VMD e fatturato e relative variazioni annuali dal 2011 al 2017



²³ Una prima stima è stata fornita nel Rapporto immobiliare residenziale del 2009, quale consuntivo dell'annualità 2008. Nei rapporti successivi la serie storica del “fatturato” è stata ricostruita a partire dal 2007 e nell'edizione 2017 revisionata in seguito alle modifiche metodologiche intervenute nel calcolo delle superfici.

²⁴ Si può consultare l'ultima edizione del Rapporto immobiliare settore residenziale 2018 disponibile al novembre 2018 alla pagina web:

<https://www.agenziaentrate.gov.it/wps/content/Nsilib/Nsi/Schede/FabbricatiTerreni/omi/Pubblicazioni/Rapporti+immobiliari+residenziali/>

3.3. Valori monetari dichiarati e VSM

Si è accennato come per surrogare un prezzo o un imponibile mancante, si è utilizzata la variabile VSMc. Quest'ultima deriva dal VSM calcolato per ciascuna unità immobiliare. Il VSM, infatti, consente di tener conto, seppur con i limiti dell'informazione catastale, delle caratteristiche degli immobili quando si applica la quotazione media della zona di ubicazione, ottenendo, quindi, un valore puntuale per la singola unità. In altri termini il VSM è determinabile per un qualsiasi insieme di unità.²⁵

Per circa il 75% degli atti di compravendita con abitazioni (che riguardano circa il 78% del NTN residenziale) sono stati confrontati VMD e VSM relativi allo stesso insieme di immobili (Tabella 7).

Tabella 7 – Atti di compravendita con abitazioni – dettaglio atti casi 1-2-3 con VSM (Tabella 1)

Tipologia atti elaborati		Quota atti sul totale	Quota NTN sul totale
1	Atti in regime prezzo/valore con prezzi dichiarati [VMD = prezzo dichiarato]	62,6%	63,8%
di cui con VSM		61,7%	62,9%
2	Atti in regime IVA [VMD = imponibile dichiarato]	12,7%	13,9%
di cui con VSM		12,4%	13,5%
3	Atti non in regime IVA e non prezzo/valore [VMD = imponibile dichiarato]	1,2%	1,7%
di cui con VSM		1,2%	1,7%
Totale con VSM		75,3%	78,1%

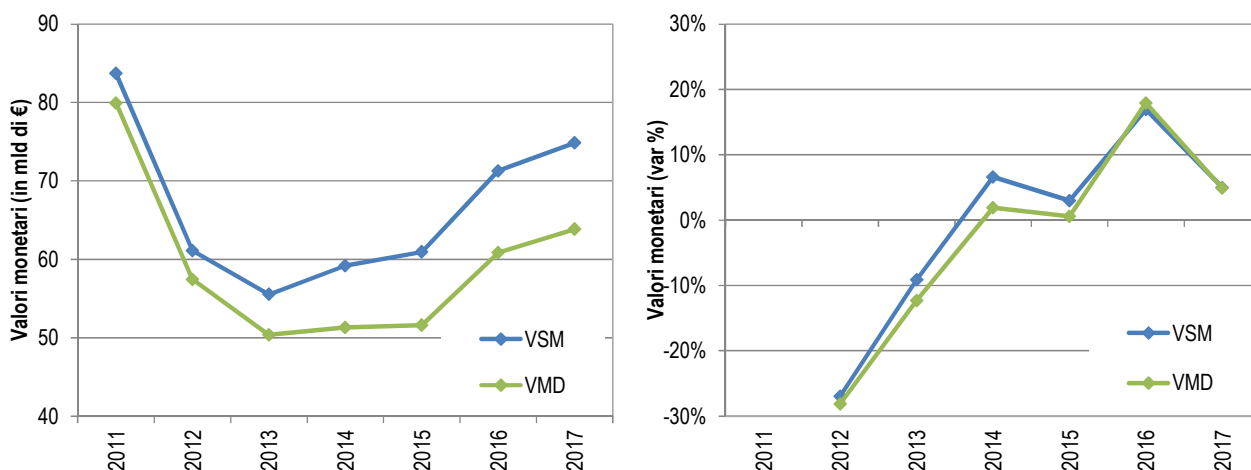
La Tabella 8 riporta per gli insiemi a confronto, sopra descritti, i dati per ciascun anno relativi al VMD e al VSM. Emerge che il VMD risulta sempre inferiore al VSM, con una distanza che rimane sotto il 10% dal 2011 al 2013 e raggiunge il 15% nel 2017. In termini di variazioni si osserva un andamento dei due valori monetari molto simile (Figura 4).

Tabella 8 – VMD e VSM a confronto per gli atti con prezzi/imponibili dichiarati e VSM

Anno	quota % NTN abitazioni in atti con VMD e VSM su totale NTN	VMD (in mld di euro)	VSM (in mld di euro)	VMD / VSM
2011	77,7%	79,9	83,7	0,96
2012	77,5%	57,4	61,1	0,94
2013	78,1%	50,4	55,5	0,91
2014	79,2%	51,3	59,2	0,87
2015	77,6%	51,6	61,0	0,85
2016	77,6%	60,9	71,3	0,85
2017	78,9%	63,8	74,8	0,85
TOTALE	78,1%	415,3	466,6	0,89

²⁵ Il VSM è calcolabile per ogni unità per la quale è disponibile la localizzazione di zona e il classamento catastale, quasi il 99% delle abitazioni e delle pertinenze.

Figura 4 – VMD e VSM e relative variazioni annuali dal 2011 al 2017



Una possibile spiegazione della distanza tra VMD e VSM sta nel fatto che il VSM, trattandosi di una stima, non può tenere conto di tutte le reali caratteristiche dell'immobile, talune molto rilevanti (stato di manutenzione, età dell'immobile, affaccio, piano, ecc.), che determinano prezzi più alti (es.: nuove costruzioni) o più bassi (es.: immobili da ristrutturare) dell'ordinarietà. Può incidere, inoltre, la sottodichiarazione nell'atto di prezzi o imponibili rispetto ai reali corrispettivi delle compravendite.

Quanto alla variabilità di tale distanza nel periodo esaminato, bisogna tener presente che il valore centrale di zona dell'intervallo delle quotazioni OMI, utilizzato come elemento base nella determinazione del VSM, può non rispettare nel tempo i movimenti dell'effettivo prezzo medio di zona, che invece il VMD, per la parte qui analizzata, ovviamente incorpora. Quindi, anche in tal caso, le differenze dipendono dalla natura delle quotazioni OMI (riferimento all'ordinarietà) e dalle modalità di costruzione del VSM basate sul valore centrale di un intervallo e non sul valor medio.²⁶

In altri termini, tra un periodo e l'altro gli intervalli di valore possono rimanere giustificatamente immutati (e quindi il corrispondente valore centrale), pur a fronte di una variazione del valor medio. Nel caso in esame, il VSM tra il 2012 e il 2015 ha recepito in misura minore l'effetto della diminuzione dei prezzi di mercato.²⁷

3.4. Valori monetari dichiarati e VSM per regime fiscale

Un successivo approfondimento del confronto tra VMD e VSM è stato effettuato distinguendo ulteriormente gli atti analizzati rispetto al regime fiscale ad essi applicato. In particolare, si è concentrata l'attenzione sui regimi fiscali prezzo-valore e IVA, trascurando, per l'esigua numerosità, i rimanenti atti (caso 3 in Tabella 1).

Dei 2,2 milioni di atti nel regime fiscale prezzo-valore si dispone dell'informazione sul VSM nel 98% dei casi e per questi si effettua il confronto tra prezzi dichiarati e valore stimato VSM come mostrato in Tabella 9.

Per questo sottoinsieme di negozi il rapporto VMD/VSM è 0,92 nel 2011, scende gradualmente ogni anno fino a 0,82 nel 2014 e rimane intorno a questo valore fino al 2017. L'elevata numerosità di tale insieme rende, ovviamente, distanze tra livelli e variazioni di VMD e VSM del tutto assimilabili a quanto già descritto nel caso generale.

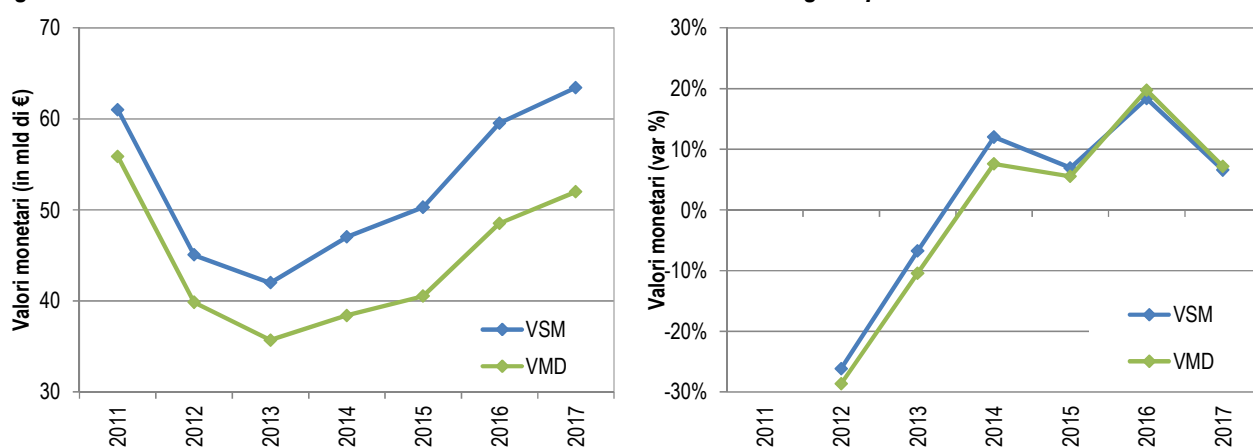
²⁶ Si ricorda che le quotazioni OMI individuano un intervallo di valori in cui più probabilmente ricade il valor medio di unità immobiliari in condizioni ordinarie della zona di riferimento (zona OMI).

²⁷ La variazione cumulata tra il 2012 e il 2015 è pari a -14,3% per l'IPAB e a -7,4% per l'indice delle quotazioni OMI. Tra il 2015 e il 2017 l'IPAB cala dello 0,8% mentre le quotazioni OMI del 2,2% in media.

Tabella 9 – VMD e VSM a confronto per gli atti con prezzi/imponibili dichiarati e VSM – regime prezzo-valore

Anno	NTN abitazioni in atti con VMD e VSM	VMD (in mld)	VSM (in mld)	VMD / VSM
2011	329.930	55,9	61,0	0,92
2012	247.508	39,8	45,0	0,88
2013	234.115	35,7	42,0	0,85
2014	261.195	38,4	47,0	0,82
2015	284.978	40,5	50,3	0,81
2016	342.511	48,5	59,5	0,82
2017	371.196	52,0	63,4	0,82
TOTALE	2.071.433	310,9	368,4	0,84

Figura 5 – VMD e VSM e relative variazioni annuali dal 2011 al 2017 – regime prezzo-valore



Diversa è, invece, la relazione tra VMD e VSM nel caso di atti a regime IVA, che rappresentano, come visto, il 12% circa del totale degli atti. In tali atti ricadono per la grande maggioranza compravendite di nuove costruzioni.²⁸ Il confronto (Tabella 10 e Figura 6) evidenzia un VMD che risulta, in tutto il periodo analizzato, sempre superiore al VSM e con una distanza che aumenta dal 2011 al 2013, scende nel 2014 e si stabilizza fino al 2017. In tal caso è evidente che il VMD risulta più elevato del VSM per il fatto che esso, come già detto, è per la maggior parte riferibile alle nuove costruzioni mentre il VSM riflette una quotazione OMI riferita in prevalenza all'usato. Inoltre, la maggiore stabilità del rapporto VMD/VSM è probabilmente dovuta anche al fatto che i prezzi di mercato del nuovo hanno avuto oscillazioni meno accentuate dell'usato (IPAB per le abitazioni nuove dal 2011 al 2017 in calo del 4% rispetto al calo del 22% per le abitazioni esistenti).

Nel grafico di Figura 7 è riportato il rapporto VMD/VSM per i due casi di regime fiscale analizzati.

²⁸ Rientrano nelle compravendite in regime IVA tutti le cessioni di fabbricati o di porzione di fabbricati a destinazione abitativa effettuate da:

- impresa che ha costruito l'immobile, se la cessione è effettuata entro 5 anni dalla costruzione;
- impresa che ha costruito l'immobile, se la cessione è effettuata dopo 5 anni dalla costruzione nel caso in cui il cedente opti espressamente per l'applicazione dell'imposta; se l'acquirente è soggetto passivo Iva dev'essere applicato il reverse charge;
- impresa che ha eseguito interventi di restauro e risanamento conservativo, ristrutturazione edilizia e/o urbanistica, anche con appalto ad altre imprese, se la cessione è effettuata entro 5 anni dall'intervento;
- impresa che ha eseguito interventi di restauro e risanamento conservativo, ristrutturazione edilizia e/o urbanistica, anche con appalto ad altre imprese, se la cessione è effettuata dopo 5 anni dall'intervento nel caso in cui il cedente opti espressamente per l'applicazione dell'imposta; se l'acquirente è soggetto passivo Iva dev'essere applicato il reverse charge;
- tutte le imprese, se oggetto della cessione sono alloggi sociali e se il cedente opta per l'imponibilità Iva; se l'acquirente è soggetto passivo IVA dev'essere applicato il reverse charge.

Tabella 10 – VMD e VSM a confronto per gli atti con prezzi/imponibili dichiarati e VSM – regime IVA

Anno	NTN abitazioni in atti con VMD e VSM	VMD (in mld)	VSM (in mld)	VMD / VSM
2011	106.836	22,1	20,4	1,08
2012	75.763	16,2	14,5	1,11
2013	63.049	13,5	12,1	1,12
2014	54.381	11,9	10,9	1,09
2015	46.990	10,1	9,3	1,08
2016	51.083	11,1	10,2	1,09
2017	47.829	10,4	9,5	1,09
TOTALE	445.931	95,1	86,9	1,09

Figura 6 – VMD e VSM e relative variazioni annuali dal 2011 al 2017 – regime IVA

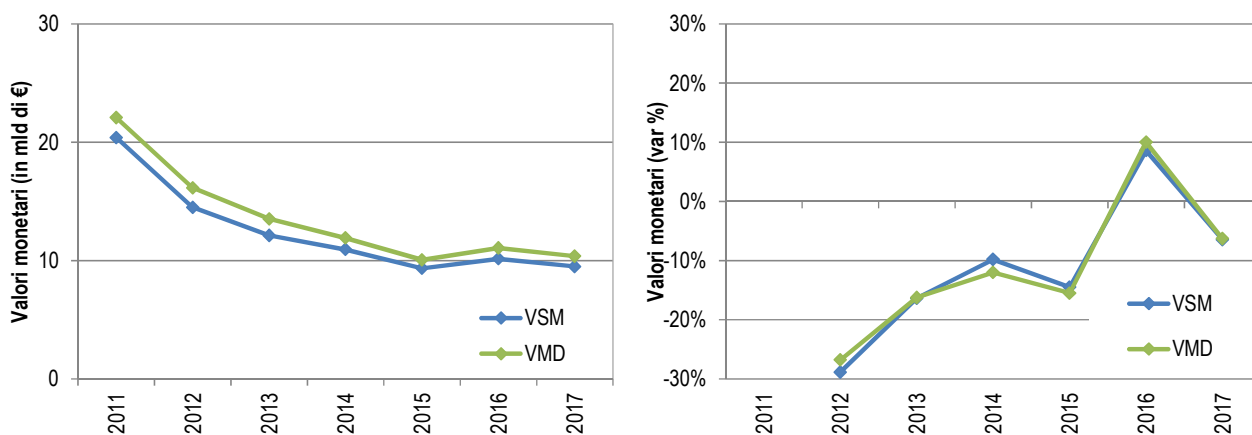
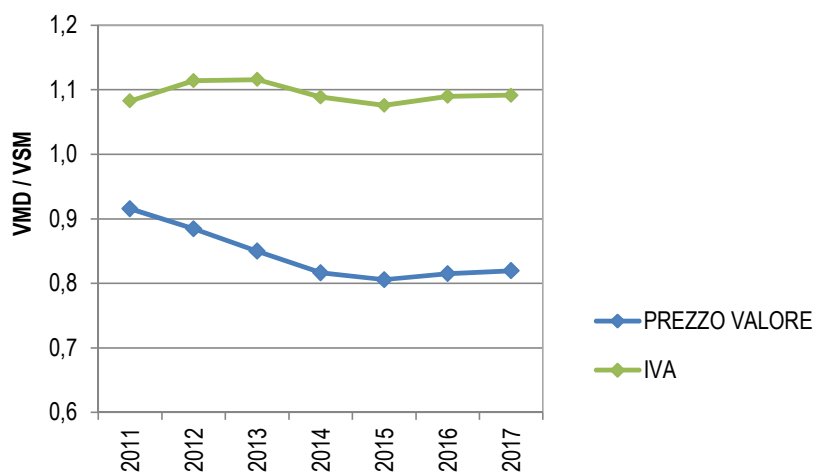


Figura 7 – Rapporto VMD su VSM dal 2011 al 2017



4. Brevi conclusioni

L'articolo proposto ha fornito una prima analisi dei valori monetari dichiarati negli atti di compravendita con immobili di tipo residenziale per il periodo 2011 – 2017.

L'attenzione è stata maggiormente posta sulla disamina della possibile metodologia di aggregazione degli atti di compravendita riferibili al settore residenziale al fine di desumerne un valore economico. Dopo una breve descrizione della base dati di partenza, l'articolo propone, quindi, un approccio per analizzare l'entità dei valori monetari dichiarati negli atti, VMD, rileggendo anche le quantità scambiate. Abbandonando logiche di ripartizione dei prezzi/imponibili tra unità, attraverso esercizi estimativi più o meno applicabili, si giunge ad una quantificazione del valore monetario dichiarato per atti omogenei.

La proposta metodologica è stata affiancata da un'applicazione empirica della quale si sono riportate le prime evidenze. Un importante risultato è stato la determinazione dell'entità dei valori monetari dichiarati per ciascun anno. Tuttavia, si è ritenuto utile fornire anche un confronto sia con il valore del "fatturato" stimato finora pubblicato sia con un valore stimato di mercato, VSM, riferibile agli stessi atti. In particolare, quest'ultima comparazione è stata ulteriormente distinta in relazione ai regimi fiscali applicati negli atti.

L'articolo ha inteso quindi fornire una base necessaria per sviluppi successivi e per l'approfondimento dei tanti spunti di riflessione fin qui emersi.

Prime riflessioni sui controlli di qualità delle perizie di stima: esperienza dell'Agazia e confronti

di Matilde CARLUCCI* e Marco LIEDL**

1. Introduzione

Nell'ultimo ventennio il mercato immobiliare ha subito una continua evoluzione: sono così emerse nuove richieste che hanno indotto il perito valutatore ad una sempre più crescente attenzione verso processi che consentissero di pervenire ad un giudizio di stima trasparente e verificabile. In particolare, l'apertura progressiva del mercato immobiliare italiano alle realtà internazionali, realizzata in questi anni, ha determinato il rinnovamento dell'intero settore creando forme nuove e più avanzate di investimento e di gestione. Per tentare di attrarre operatori italiani e stranieri sono stati creati, infatti, fondi immobiliari, società di investimento immobiliare quotate, società di gestione del risparmio a carattere immobiliare, ecc. In tale contesto, conseguentemente agli accordi internazionali sulla trasparenza bancaria e alla necessità di utilizzare elevati capitali iniziali per effettuare investimenti nel settore, il mondo bancario ha indubbiamente assunto un'importanza centrale, aumentando l'attenzione degli istituti di credito verso i rischi connessi agli impieghi destinati all'ambito immobiliare.

Di pari passo, è aumentata l'esigenza di disporre di perizie immobiliari più attendibili, che hanno assunto un ruolo fondamentale sul quale basare le decisioni di coloro che operano nel settore immobiliare. Tutto ciò ha fatto sì che la dottrina estimativa italiana si avvicinasse gradualmente alle esperienze, prassi e procedure presenti in campo internazionale, importando nella realtà nazionale diverse tipologie di standard valutativi, quali gli *European Valuation Standard* (EVS), gli standard del *Royal Institute of Chartered Surveyors* (RICS), gli *International Valuation Standard* (IVS), i principi contabili dell'*International Financial Reporting Standards* (IFRS/IAS).

Tale evoluzione ha comportato, da una parte, la spinta verso una maggiore standardizzazione del processo valutativo e, dall'altra, la richiesta di un livello qualitativo più elevato nella predisposizione dei giudizi di stima e nei procedimenti adottati. Entrambi gli effetti conducono alla necessità di adottare nei giudizi di stima procedimenti trasparenti, ripercorribili e verificabili, cioè il più possibile oggettivi e quindi meno legati alla libera interpretazione del mercato da parte del valutatore.

In questo scenario, le prospettive degli investimenti immobiliari appaiono rivolte verso una maggiore selettività delle scelte e verso una rigorosa previsione dei prezzi e dei redditi di mercato, dei costi e dei saggi di redditività. Tali previsioni sono realizzabili solo con l'impiego di dati di mercato e di metodologie estimative scientifiche, nel rispetto dei principi e delle norme degli standard nazionali e internazionali. Su queste esigenze, il tema della qualità e della affidabilità della perizia immobiliare è diventato un argomento di primaria rilevanza.¹

Inoltre, negli ultimi tempi, con l'insorgere e il perdurare della crisi economica, questo tema risulta ancora più sentito nella gestione, da parte delle banche, delle situazioni di deterioramento del credito, sia nella fase di verifica del *rating* delle garanzie dei *non performing loans* (NPL), che nelle procedure di vendita giudiziaria per

* Responsabile delegato dell'Ufficio Sviluppo metodi controllo qualità estimativa, DC SEOMI, Agenzia delle Entrate, matilde.carlucci@agenziaentrate.it

** Funzionario Tecnico dell'Ufficio Sviluppo metodi controllo qualità estimativa - DC SEOMI, Agenzia delle Entrate, marco.liedl@agenziaentrate.it

¹ In realtà, sull'intelaiatura epistemologica dell'estimo, come branca della scienza economica, vi sarebbe da svolgere una analisi assai profonda, che esula dagli scopi di questo scritto. In effetti, il sottofondo dell'estimo ha come riferimento il paradigma della teoria neoclassica. L'ipotesi dei prezzi dei comparabili assunti a riferimento, presuppone una formazione dei prezzi medesimi basata su un modello di concorrenza perfetta e su tutte le altre ipotesi su cui deve basarsi un modello neoclassico. Il mercato immobiliare si presenta nella realtà assolutamente imperfetto.

la liquidazione di patrimoni immobiliari previste dalle attuali normative. Le banche italiane hanno, infatti, avviato un programma per ridurre i crediti in sofferenza; le novità normative e i recenti indirizzi del Consiglio Superiore della Magistratura sulle buone prassi nel settore delle esecuzioni immobiliari hanno spinto l'Associazione Bancaria Italiana (ABI) e altri importanti *stakeholders* del mercato immobiliare a definire le linee guida per la valutazione degli immobili a garanzia dei crediti inesigibili, favorendone la correttezza e la trasparenza. Pertanto, per le banche è importante che le valutazioni immobiliari a garanzia delle esposizioni creditizie soddisfino sempre più requisiti di elevato contenuto qualitativo e professionale.

Su questo terreno, si inserisce la norma UNI 11558, pubblicata a novembre 2014 e intitolata "*Valutatore immobiliare. Requisiti di conoscenza, abilità e competenza*", finalizzata a definire i requisiti fondamentali che deve possedere il valutatore immobiliare: la conoscenza e la competenza, oltre alla condotta professionale e ai principi etici.

Pubblicata nel dicembre del 2015, la successiva norma UNI 11612 è finalizzata a definire i principi ed i procedimenti funzionali alla stima del valore di mercato degli immobili. Essa non tratta delle basi di valore diverse dal valore di mercato e tiene conto delle principali specifiche provenienti dalle norme di riferimento e dagli standard internazionali, europei e nazionali, il tutto al fine di migliorare la qualità del servizio estimativo (Standard Internazionali Europei, Codice delle Valutazioni Immobiliari di Tecnoborsa e Linee Guida dell'ABI). Nella norma troviamo anche la definizione di valutatore immobiliare, cioè "*soggetto che possiede le necessarie qualifiche, conoscenze, abilità e competenze per esercitare l'attività di stima e valutazione immobiliare*", confermando ancora la connessione con la precedente norma UNI 11558.

Le due norme UNI, quindi, sono tra loro correlate: una definisce le caratteristiche che deve avere il valutatore immobiliare, l'altra definisce i procedimenti che deve seguire il medesimo professionista.

A giugno 2016 è stata poi pubblicata la Prassi di Riferimento UNI/PdR 19:2016, dal titolo "*Raccomandazioni per la valutazione di conformità di parte terza accreditata ai requisiti definiti nella norma UNI 11558 Valutatore immobiliare - Requisiti di conoscenza, abilità e competenza*", che nasce dalla collaborazione tra UNI, RPT (Rete Professioni Tecniche) e ACCREDIA. Essa vuole essere uno strumento per definire delle regole comuni di carattere applicativo, in relazione alla certificazione rilasciata ai sensi della UNI 11558. In particolare, la UNI/PdR identifica gli elementi base per la trasparenza e l'uniformità dei processi di valutazione e certificazione delle competenze, gestiti dagli organismi accreditati, in conformità alla UNI CEI EN ISO/IEC 17024, ed è strutturata in modo tale da rispettare la coerenza con la norma UNI 11558, evidenziando gli aspetti operativi tipici del processo di certificazione, dall'accesso alle modalità di esecuzione delle procedure di esame, al mantenimento e rinnovo della certificazione. Per ricevere l'attestato di certificazione, i professionisti devono sostenere due prove scritte e una orale dopo un periodo di formazione.

L'obiettivo che si propone l'introduzione della normativa UNI è evidente: definiti i procedimenti estimativi coerenti con gli standard internazionali, si pone il problema del controllo della qualità (metodologica) dei prodotti estimativi, che può essere risolto – questa è la filosofia – delineando il *chi* può essere valutatore, ossia un professionista con uno *skill* di formazione e preparazione accertato da un organismo terzo. Non sfugge che, in un meccanismo di questo genere, si pone, ineludibile, la questione di chi accredita l'organismo terzo, ma ciò esula dall'argomento che si sta trattando.

Evidentemente, processi di controllo della qualità dei prodotti estimativi incentrati sulle *ottimali* caratteristiche che deve possedere il valutatore esperto (sotto tutti i punti di vista di tipo professionale), tra cui quella del rispetto di procedimenti di stima fondati su standard internazionali, non può essere applicata *sic et simpliciter* ad enti pubblici e ad organizzazioni di impresa.

Nel prosieguo di questo breve articolo, si evidenzierà anzitutto quali sono le prassi seguite dai servizi estimativi dell'Agenzia delle Entrate e, a seguire, si esporranno prassi seguite da alcune note società che svolgono anche valutazione immobiliare.

2. L'esperienza dei servizi estimativi dell'Agenzia delle Entrate²

La complessa mutazione nel campo della valutazione immobiliare ha richiesto anche alla Direzione centrale³ dell'Agenzia delle Entrate, che presiede le attività attinenti ai servizi estimativi, di attuare un progressivo rinnovamento per poter adeguatamente rispondere alle trasformazioni in atto.

Infatti, svolgendo attività di valutazione immobiliare a favore delle amministrazioni pubbliche in base a quanto previsto dall'articolo 64 del decreto legislativo n. 300/1999, si è potuto constatare quanto i suddetti cambiamenti abbiano allargato in modo sempre più significativo il campo estimativo alla formulazione di giudizi di stima adeguati alla mutata dinamica economico-sociale e riguardanti, sempre più di frequente, nuove tipologie di beni e diritti, o rilevanti beni immobili pubblici non aventi mercato.

Nel 2007, fu svolto un lavoro di analisi, condotto dalla Direzione centrale, sulla qualità estimativa delle perizie redatte dagli uffici provinciali. Il lavoro aveva più le caratteristiche proprie di una ricerca, proprio perché si voleva individuare un metodo tramite il quale confrontare e comparare la qualità di diversi elaborati estimativi. L'esito fu importante perché, al di là delle metodologie impiegate e degli specifici risultati ottenuti, da tale analisi derivò l'esigenza non solo e non tanto di innalzare il livello qualitativo dell'attività estimativa (obiettivo da perseguire costantemente), quanto soprattutto quella di ricondurre a maggiore uniformità i comportamenti e la prassi estimativa vigente negli oltre 100 Uffici provinciali dell'Agenzia.

Si stabilì così un programma che, per certi versi, segue la stessa logica su cui sono fondate le norme UNI.

E' bene articolare per brevi punti tale programma e la sua attuazione.

Proprio a partire dal 2008, la Direzione Centrale Osservatorio del Mercato Immobiliare e Servizi Estimativi (OMISE) dell'allora Agenzia del Territorio ha avviato un processo di ridefinizione degli strumenti regolamentari dell'attività che si è così concretizzato:

- a) Manuale operativo delle stime immobiliari (MOSI) – Il MOSI è stato redatto tra il 2008 ed il 2010. Una prima versione è stata presentata ad un convegno, tenutosi presso l'EIRE 2010 (Expo Italia Real Estate) – Fieramilano a Rho (MI), l'8 giugno 2010. Dal 2010 il MOSI è divenuto riferimento obbligatorio per le attività estimative degli Uffici dell'Agenzia. La versione definitiva è stata pubblicata in seguito dall'editore Franco Angeli, nel 2011. Il MOSI traccia le "linee guida" per i tecnici dell'Agenzia che svolgono stime immobiliari. Esso rappresenta il "documento delle regole" e propone una ridefinizione dei processi e delle prassi operative alla base della valutazione immobiliare, uniformati secondo standard qualitativi prefissati, in sintonia con gli *International Valuation Standard*. Il Manuale è un'opera da consultare e da utilizzare all'atto di operare nel concreto. L'obiettivo esplicito è quello di accrescere i livelli di qualità del servizio estimativo e di conseguire una maggiore uniformità di comportamento tra i diversi uffici;
- b) Procedure operative – Nello stesso anno in cui il MOSI è diventato un riferimento obbligatorio per gli Uffici, è stata emanata la specifica *Procedura Operativa (P.O.)* n. 137/2010, finalizzata a disciplinare i ruoli e le responsabilità, i servizi erogabili e l'ambito dei soggetti a cui l'Agenzia poteva erogare i servizi, i relativi processi amministrativi, i controlli preventivi e successivi. La procedura operativa n.137/2010 è stata poi successivamente modificata e aggiornata per tener conto dei mutamenti normativi e organizzativi nel seguito intervenuti;
- c) Programma di formazione – Affinché il nuovo quadro regolamentare modificasse concretamente i comportamenti dei tecnici valutatori, è stato sviluppato (rendendolo di fatto permanente) un ampio processo di formazione sulla base del MOSI, che ha interessato tutti i tecnici che operano in questo ambito di attività.

In questo stesso processo di ampia e profonda trasformazione è stato anche attivato un percorso volto a strutturare il controllo della qualità tecnica delle valutazioni immobiliari, con il primo obiettivo di verificare che le

² Si rammenta che fino al 2012 i servizi estimativi in questione erano svolti dall'Agenzia del Territorio che, dall'anno anzidetto, è stata incorporata nell'Agenzia delle Entrate.

³ Fino al 2009 Direzione Consulenze e stime; dal 2010 Direzione Osservatorio Mercato Immobiliare e Servizi Estimativi; infine dal 2017 Direzione Servizi Estimativi e Osservatorio Mercato Immobiliare.

perizie prodotte dai tecnici dell'Agenzia possedessero le caratteristiche descritte nel Manuale, e di conseguenza di rilevare le criticità emergenti dall'analisi dei flussi di produzione del prodotto e/o servizio finale erogato, per potere poi intervenire in modo appropriato per la loro soluzione.

Prima di entrare nel merito dello specifico programma attuato dalla Direzione centrale, è opportuno definire cosa si intende per "qualità" di un prodotto, sia come oggetto che come erogazione di uno specifico servizio.

In particolare, nel campo dei servizi, la qualità genericamente viene intesa in termini di efficienza (nella tempestività dell'erogazione del servizio) e di efficacia (nel rispondere ai requisiti attesi).

Pertanto, per valutare l'efficacia e l'efficienza di un'attività produttiva è necessario:

- fissare i requisiti del prodotto/servizio,
- pianificare le attività e le risorse associate,
- prevedere azioni di miglioramento continuo,
- misurare i risultati.

I requisiti di un prodotto/servizio sono l'insieme delle caratteristiche che consentono di soddisfare le attese del fruitore/cliente. Non si può quindi individuare un livello "assoluto" di qualità, ma, in base alle esigenze di chi utilizzerà quel prodotto/servizio, dovranno essere definite di volta in volta le caratteristiche che esso deve possedere per soddisfarle. Il livello di qualità richiesto dal cliente deve poi mantenersi costante nel tempo e per questo è necessario il coinvolgimento di tutte le funzioni della struttura produttiva: è per questo che ad oggi si parla più di Garanzia della Qualità e/o Sistemi Qualità che di Controllo di Qualità. Infatti, la qualità non rappresenta un fatto solamente tecnico, ma ha aspetti organizzativi e gestionali che coinvolgono l'intera catena produttiva. Per garantire la qualità di un prodotto è necessario prevedere l'applicazione di regole procedurali definite formalmente, una volta disegnata in modo chiaro la struttura organizzativa, in particolar modo individuando per ogni attività i relativi ruoli e responsabilità. In sostanza, deve essere definito un insieme di attività pianificate e sistematiche, la cui costante applicazione assicura la realizzazione di un prodotto che soddisfi i requisiti stabiliti e quindi "di qualità".

Sulla base di questi principi, la Direzione centrale OMISE ha orientato il proprio obiettivo di garantire qualità per i servizi di valutazione immobiliare, inteso non come mero adempimento burocratico, ma innanzitutto come un modo per condividere una cultura estimale che diventi patrimonio di ogni tecnico dell'Agenzia. Tuttavia, per come è articolata la complessa organizzazione interna dell'Agenzia, gli interventi diretti della Direzione centrale per garantire il controllo di qualità sono circoscritti all'ambito tecnico-metodologico; pertanto non può agire sugli aspetti organizzativi e gestionali quali, ad esempio, possono essere quelli di pianificazione e di allocazione delle risorse, demandati ad altre strutture centrali e regionali.

Per quanto riguarda la definizione dei requisiti della perizia di stima, nella veste istituzionale di Agenzia del Territorio prima e di Agenzia delle Entrate oggi, come già detto, il compito da svolgere è fornire valutazioni immobiliari a favore delle amministrazioni pubbliche che ne facciano richiesta. Questo impone che gli elaborati, in quanto atti amministrativi, siano fruibili non solo da esperti del settore, ma da un'ampia platea di soggetti sia pubblici che privati. Da questa considerazione deriva la necessità di produrre un elaborato trasparente, nel quale siano correttamente individuabili i dati di mercato e siano evidenziati in maniera chiara e comprensibile tutti i passaggi logico-metodologici che conducono al giudizio di stima, in modo tale da assicurare sia l'oggettività che la completa ripercorribilità e coerenza dell'elaborato.

Allo scopo poi di disciplinare a livello nazionale lo svolgimento delle attività tecnico-estimative, è stata definita come si è sopra accennato, una specifica procedura operativa,⁴ tramite la quale sono stati individuati i ruoli, le funzioni e le responsabilità, dalla richiesta di stima fino al controllo di qualità dell'elaborato prodotto. Inoltre, è stata realizzata, a supporto dei tecnici, una procedura informatica dedicata alla gestione e al monitoraggio delle attività, la procedura monitoraggio amministrativo servizi estimativi (MASE), che consente di tracciare l'intero iter amministrativo, dalla richiesta di prestazione fino alla sua evasione (invio della perizia al soggetto richiedente).

L'attuale procedura, ai fini della gestione della qualità degli elaborati estimativi, prevede un flusso operativo nel quale sono fissate le seguenti fasi di controllo:

⁴ La P.O. n.137/2010, sostituita poi dalla n.146/2012 e infine dalla n.1/2016.

- la prima avviene *in itinere* (cioè in corso di produzione) da parte del responsabile tecnico, funzionario selezionato di adeguata professionalità in campo tecnico-estimativo, opportunamente formato, che gestisce operativamente la redazione delle perizie estimative a livello territoriale, rispondendo dei risultati ai quali si perviene nei giudizi di stima;
- la seconda consiste nel controllo *ex ante* (cioè a lavoro finito, ma precedentemente alla consegna dell'elaborato al committente) sul processo e sulla coerenza dati-risultati e viene effettuato dal referente regionale, funzionario di ampie e riconosciute capacità ed esperienza estimativa, che opera nell'ambito dell'intera regione di competenza;
- la terza è rappresentata dal controllo *ex post* (cioè dopo la consegna al committente) che avviene, a cura della Direzione centrale, periodicamente su ciascuna struttura provinciale operativa dell'Agenzia e rappresenta esclusivamente un controllo di *performance*, focalizzando l'attenzione sull'intero processo piuttosto che sul risultato.

Pertanto, mentre le prime due fasi (controllo di I livello) hanno l'obiettivo di garantire l'uniformità dei comportamenti verificando che gli elaborati siano conformi alle linee guida del Manuale e esprimano un giudizio di stima fondato, la terza fase (controllo di II livello), oltre a rilevare l'efficienza e l'efficacia dei controlli preventivi, verifica il livello di qualità degli elaborati estimativi prodotti dalla struttura operativa, giudicandone la ripercorribilità, la trasparenza e l'oggettività. I controlli di I livello sono tracciati nella procedura informatica di monitoraggio e sono propedeutici all'archiviazione dell'elaborato nella banca dati nazionale delle stime, gestita dalla stessa procedura, a valle della quale sono previsti protocollazione e invio telematico dell'elaborato stesso al committente.

Per attuare il terzo punto di tale strategia, è stato istituito nel 2010, nell'allora Agenzia del Territorio – Direzione Centrale Osservatorio del Mercato immobiliare e Servizi Estimativi, nell'ambito dei Servizi Estimativi, l'Ufficio Sviluppo metodi, controllo qualità estimativa e contenzioso, al quale è stato attribuito, oltre alle competenze del precedente Ufficio metodologie e controlli tecnici che sostituiva, il compito di assicurare il sistema di controllo della qualità tecnica delle valutazioni immobiliari eseguite da tutte le strutture operative dell'Agenzia presenti sul territorio nazionale.

Mentre il controllo di I livello viene effettuato su tutte le valutazioni immobiliari prodotte in ambito provinciale,⁵ in considerazione della complessità delle attività da svolgere e delle risorse disponibili da dedicare ad esse a livello centrale, attualmente è previsto che il controllo di qualità di II livello da parte della Direzione centrale venga effettuato annualmente su un campione di uffici operativi periferici, in numero tale da garantire che nell'arco di un triennio siano sottoposti a controllo almeno una volta tutte le strutture provinciali operative sul territorio nazionale.

3. I “controlli di qualità” di II livello

Un primo approccio seguito per attivare i controlli di qualità di II livello è stato quello di progettare *controlli standard automatizzati*, sulla base di una serie di indicatori che potevano essere tratti da una scheda informativa associata ad ogni perizia. È apparsa subito evidente l'inadeguatezza di un simile approccio, dato l'insieme estremamente variegato, per sua natura, dei prodotti rappresentati dalle perizie di stima. Si è quindi, necessariamente, dovuto passare ad un approccio basato su un'analisi diretta e puntuale di ciascuna perizia di stima per ottenere una completa e corretta valutazione dal punto di vista qualitativo. Pertanto, sulla base dei requisiti di ripercorribilità, trasparenza e oggettività, precedentemente descritti, sono state individuate le caratteristiche da controllare, analizzate le scelte attese e le possibili strade da percorrere, fissando i punti di controllo e cosa verificare mediante la guida di una definita *check-list*.

Tale guida permette di rilevare in maniera logica e sequenziale la presenza o l'assenza di elementi fondamentali nell'elaborato, secondo le linee guida fornite dal MOSI, e consente di verificare la rispondenza ai

⁵ Occorre precisare che, per le stime effettuate ai fini dell'accertamento per imposte di registro e di successione, la seconda fase del controllo di I° livello, è effettuata dal referente regionale solo a campione. Ciò è dovuto alla insufficienza di risorse disponibili rispetto alla consistenza delle perizie prodotte annualmente.

requisiti attesi in termini di oggettività, oltre che trasparenza e ripercorribilità. Tale *check-list* è stata poi messa a disposizione anche come riferimento per i controlli di I livello (seconda fase) svolti dai referenti regionali, allo scopo di supportare e rendere uniformi i loro comportamenti.

Nei controlli di II livello, la *check-list*, trasposta in una scheda di controllo *excel*, è utilizzata per l'esame diretto e puntuale della singola stima, e consente di determinare un giudizio di qualità, espresso con un punteggio. Per ogni procedimento di stima previsto dal Manuale operativo è stata progettata una relativa scheda di controllo.

È previsto che venga attribuito a ciascun punto di controllo, in funzione di come risulta affrontato nella stima dal tecnico valutatore, un opportuno punteggio che valuti nel merito la completezza, la chiarezza e la correttezza di quanto espresso, secondo una scala di valori prestabilita. Per pervenire al giudizio complessivo sull'elaborato esaminato, la scheda deve essere compilata in tutte le sue parti e, dopo una serie di calcoli e ponderazioni rese in modo automatizzato, essa restituisce i punteggi riferiti a quattro distinti indicatori, la cui combinazione, opportunamente ponderata, genera il punteggio finale riconducibile all'Indicatore Generale della qualità dell'elaborato estimativo esaminato. I quattro indicatori utilizzati sono stati denominati in base alla natura dei controlli racchiusi in ciascuno di essi: indicatore di tempistica (It), relativo al rispetto del tempo stabilito per erogare il prodotto perizia,⁶ indicatore del format (If), legato al format utilizzato nella redazione dell'elaborato; indicatore di standard descrittivo (Isd), riferito alla parte dedicata alla descrizione dell'oggetto di stima e del contesto in cui è inserito; indicatore di procedimento (Ip), riferito alle scelte legate al procedimento seguito per esprimere il giudizio di stima.

Il campione di perizie all'esame del competente Ufficio centrale viene costituito selezionando, per ciascun ufficio provinciale operativo sottoposto a controllo, un prestabilito numero di stime tra quelle archiviate nel database nazionale del sistema informatico MASE, con riferimento alla produzione dell'anno in corso.

Va precisato, ma è abbastanza evidente anche dal tipo di indicatori elaborati, che con tale controllo non si entra nel merito del risultato. L'obiettivo è, come detto, da un lato verificare il livello qualitativo metodologico raggiunto dagli uffici e la sua evoluzione nel tempo, secondo le linee guida disposte dalla direzione; dall'altro verificare l'efficacia dei controlli preventivi effettuati dai referenti regionali. Dalle analisi condotte, per eventuali situazioni critiche rilevate, conseguono proposte di idonee misure migliorative. Allo scopo di effettuare questo tipo di analisi, i punteggi attribuiti agli elaborati oggetto di controllo sono annualmente inseriti nel sistema informativo di monitoraggio amministrativo (MASE) e consultabili dalla Direzione centrale.

Per mettere a punto un sistema di controllo così strutturato, è stato necessario creare uno specifico *team* di esperti in materia estimativa, di elevata professionalità che, oltre ad essere tecnicamente preparati, possedessero anche buone capacità critiche e di analisi, insieme alla flessibilità nel lavoro, requisiti necessari per affrontare adeguatamente le variegate casistiche e problematiche che possono essere rilevate negli elaborati estimativi. Con un intenso lavoro di condivisione delle attività e delle soluzioni da adottare, si è consolidato un *modus operandi* che, attraverso il confronto continuo all'interno del *team*, garantisce l'uniformità dei comportamenti, riducendo al minimo l'inevitabile soggettività del giudizio del singolo.

Gli esiti dei controlli di qualità annualmente condotti dalla Direzione centrale sono inviati a tutti i Direttori regionali ed illustrati, entro i primi mesi dell'anno successivo, a tutti i Referenti regionali e ai Responsabili tecnici degli uffici provinciali esaminati. Per gli uffici, per i quali siano emerse criticità in fase di controllo, sono programmate apposite riunioni di confronto per analizzare in contraddittorio e nel merito le singole perizie esaminate, al fine di condividere l'esito del controllo; in secondo luogo sono condivise con il relativo Referente regionale e Responsabile tecnico eventuali azioni correttive da intraprendere. In particolare, può essere valutata anche l'opportunità di proporre ai tecnici degli uffici appropriati percorsi formativi.

⁶ Riguarda il rispetto della scadenza contrattuale fissata nell'Accordo di collaborazione sottoscritto con l'Amministrazione richiedente, cioè il tempo previsto per la consegna della perizia.

4. Confronto con altre organizzazioni⁷

Il tema del controllo della qualità delle perizie estimative, laddove sono svolte da tecnici all'interno di organizzazioni strutturate, o anche in *outsourcing*, si pone anche per le società che operano sul mercato, per garantire sia la qualità del prodotto stesso, che l'affidabilità dell'organizzazione.

Per tale ragione, si è voluto procedere ad un esame di come viene affrontato e processato il tema del controllo di qualità all'interno di alcune società di valutazione e valorizzazione immobiliare.

Sono stati perciò condotti alcuni colloqui/interviste con autorevoli rappresentanti di tre delle più significative società che operano attualmente nello scenario immobiliare italiano, i quali sono stati molto disponibili ad illustrare i processi e gli strumenti utilizzati per gestire e controllare la qualità dei servizi forniti dalle strutture alle quali appartengono.

In particolare, sono stati intervistati alcuni responsabili delle seguenti società:

- CRIF RES – Real Estate Services,
- PRAXI Real Estate,
- Duff&Phelps Italia - Real Estate Advisory Group (REAG).

4.1. Incontro con la CRIF RES

Il colloquio con la società CRIF RES è avvenuto presso la sua sede di Bologna, dove si è avuto modo di osservare direttamente all'opera la struttura che si occupa del controllo di qualità degli elaborati estimativi. Dalla presentazione illustrata dai responsabili del settore, è emerso che gran parte del *business* della società riguarda la valutazione degli immobili posti a garanzia dei crediti bancari da concedere. In tale ambito, è stato dunque messo a punto un rigoroso *work flow*, fortemente organizzato, che, su piattaforma altamente tecnologica, consente di monitorare ciascun incarico di stima in ogni fase della sua lavorazione: dal momento in cui perviene la richiesta, alla successiva assegnazione dell'incarico al perito – scelto tra la rete di periti esterni che lavorano in *partnership* con la Società – alla pattuizione del sopralluogo, alla consegna al committente della perizia conclusa e validata. Data la tipologia prevalente degli immobili sui quali viene richiesta la stima, il perito esterno è guidato, attraverso il portale informatico, nell'utilizzo, in genere, del procedimento comparativo diretto. Gli immobili da scegliere per la comparazione sono estratti dalla banca dati creata da CRIF e resa disponibile in rete. Tale banca dati è alimentata direttamente con i valori di perizie già stimati e validati da CRIF stessa, oltre che da eventuali *asking prices* e da dati acquisiti sulle compravendite immobiliari, previamente controllati.

All'interno di questo *work flow*, la qualità viene assicurata attraverso due livelli di controllo. Il primo controllo, effettuato da un *team* interno di tecnici, avviene nel corso dello svolgimento dell'incarico e consiste nella verifica sia formale che di valore dell'elaborato, prima della sua consegna alla committenza. Questo controllo è particolarmente orientato alla verifica della documentazione allegata alla perizia e, più in generale, alla verifica della completezza della *due diligence* tecnico-legale condotta dal perito sull'immobile oggetto di stima.

La verifica del valore avviene, invece, in maniera semiautomatica, confrontando il valore espresso nell'elaborato con i valori presenti nella banca dati di CRIF per immobili analoghi già stimati e verificando che non vi siano eccessivi e ingiustificati scostamenti da essi. In caso di scostamenti sensibili, è necessario effettuare maggiori approfondimenti, richiedendo chiarimenti al perito valutatore.

Concluse le verifiche con esito positivo, l'elaborato di stima viene inoltrato direttamente al committente. In caso contrario, l'elaborato viene restituito al tecnico che ha svolto le indagini con una specifica richiesta di revisione e di chiarimento. Di tutte queste fasi rimane traccia nel *work flow*.

Un controllo di II livello, a carico dell'ufficio interno di Audit, avviene invece dopo la consegna e ha due diversi obiettivi.

⁷ Si ringraziano per la gentile disponibilità la CRIF RES, presso la quale gli estensori dell'articolo sono stati ospiti, la Duff&Phelps Italia (REAG) con la quale si è avuto un colloquio telefonico e la Praxi RE con la quale si è avuto un incontro presso la sede della Direzione centrale.

Il primo riguarda la gestione di eventuali richieste di modifiche o approfondimenti da parte del committente, dopo la consegna della perizia, e consiste in un controllo più approfondito, eseguito da un'altra *team* di specialisti, degli elaborati risultati problematici. Tale *team* riesamina la perizia, provvedendo ad apportare eventuali variazioni, che però devono essere approvate all'interno prima della loro ufficializzazione.

Il secondo obiettivo è quello di verificare la *performance* della rete dei tecnici valutatori esterni. Se il primo obiettivo è volto alla maggiore soddisfazione del cliente, il *rating* sulle performance dei tecnici esterni è a tutti gli effetti un'attività che serve al *Management* CRIF per garantire il miglioramento della qualità estimativa, in quanto consente di rilevare le criticità nei comportamenti dei tecnici valutatori, intervenendo per correggere le anomalie.

Sono disponibili, come strumenti di lavoro ad uso della rete di periti esterni, manuali di *due diligence* e di utilizzo del portale informatico per la redazione delle perizie, mentre, per i *team* interni che effettuano rispettivamente controlli di I e di II livello, esistono manuali di controllo qualità e audit.

A completamento della funzione di controllo, vi è l'aspetto della formazione. Anzitutto è previsto che tutti i periti siano certificati. Tanto per i tecnici che fanno parte della rete di periti che operano in *partnership* con CRIF, quanto per i tecnici interni, sono stabiliti in maniera strutturata specifici percorsi formativi: partono infatti da una formazione di base, cui si giunge attraverso un primo periodo di *tutoring*, al fine di arrivare alla certificazione REV, secondo gli standard specificati dalla normative europee (UNI11558:2014, UNI11612:2015 e standard EVS). Il processo di certificazione REV prevede l'aggiornamento continuo del perito.

Il processo di controllo della qualità, così come strutturato attraverso il portale informatico, consente di fornire alla committenza prodotti che soddisfano i requisiti richiesti, sia formali che di contenuto, oltre che le tempistiche, generalmente assai ristrette. Per CRIF la qualità della perizia estimativa, dal punto di vista metodologico, è garantita dalla certificazione REV dei periti valutatori, che assicura lo svolgimento della loro attività professionale nel pieno rispetto delle normative europee in materia e quindi l'affidabilità delle valutazioni immobiliari rispetto ai valori di mercato. Infatti, ad oggi molte delle società di valutazione vantano tale certificazione come garanzia di qualità.

4.2. Colloquio con la PRAXI Real Estate

Per PRAXI Real Estate la parte più rilevante del *business* è rappresentato dal settore degli investimenti, mentre solo una percentuale marginale dell'attività è rivolta alle valutazioni per gli istituti di credito. Per quest'ultima opera in maniera analoga a quella adottata da CRIF, ovvero con il supporto di specifiche piattaforme tecnologiche, che standardizzano i controlli delle perizie, garantendo il controllo dei requisiti richiesti dal committente e velocizzando la consegna del prodotto. Nella revisione degli elaborati il controllo del valore stimato viene effettuato generalmente sulla base di un database interno.

Diversamente, sul lato *investment*, opera puntando principalmente sull'*expertise*, ovvero l'esperienza dei valutatori coinvolti e sul loro ruolo di responsabilità.

La Praxi Real Estate si articola sul territorio con una rete costituita da 10 poli provinciali (capoluoghi italiani più significativi per dinamica immobiliare), ciascuno coordinato da un Responsabile che per ogni incarico individua un capo progetto, che firma l'elaborato congiuntamente al legale rappresentante della Società. Per problematiche più complesse, i responsabili di progetto consultano il relativo responsabile superiore e così via fino ad arrivare al massimo esperto che è il Coordinatore nazionale. Dal confronto delle massime esperienze e specializzazioni in specifici settori, viene scelta la soluzione qualitativamente più valida.

In questo ambito, si trattano in generale oggetti di complessità maggiore con quesiti che spesso richiedono giudizi di convenienza economica o stime di valori di mercato per future operazioni immobiliari, siano esse locazioni o compravendite. L'approccio finanziario attraverso il procedimento dei flussi di cassa scontati all'attualità (o DCFA – *Discount Cash Flow Analysis*) è quello privilegiato in questi casi. Come strumenti di supporto alle attività utilizzano mezzi informatici più tradizionali e flessibili, considerata la variegata complessità dei quesiti estimativi trattati.

La qualità degli elaborati prodotti è garantita dalla specifica esperienza dei valutatori combinata alla loro autorevolezza, in termini del ruolo ricoperto nella Società e in quanto membri effettivi di RICS Italia, requisito che assicura un *modus operandi* in linea con gli standard internazionali (*Red Book*).

4.3. Colloquio con la Duff & Phelps REAG

Duff & Phelps REAG è presente a livello globale ed in Italia con sedi a Milano (Agrate Brianza), Torino, Padova, Roma e Bari; oltre a valutazioni immobiliari offre servizi di valutazioni di macchinari, impianti e aziende.

Le valutazioni di immobili sono svolte da 2 grandi dipartimenti: *REAG 4 Loans* (divisione preposta alle valutazioni per beni a garanzia di crediti) e *Investment&Advisory* (divisione orientata a investitori istituzionali qualificati e con Divisioni specialistiche).

Per il settore *REAG 4 Loans*, l'esperienza delle diverse figure professionali che intervengono nell'erogazione del servizio, è supportata da una efficiente piattaforma IT per la gestione delle pratiche nelle diverse fasi di relazione con i Clienti (banche, società di *Leasing*, Assicurazioni, ecc.), con i tecnici territoriali e con le altre divisioni interne al Gruppo eventualmente coinvolte.

Tramite la piattaforma, il responsabile di progetto è in grado di attivare i tecnici con le professionalità più indicate e monitorare l'intero processo sino alla consegna finale al Cliente; la piattaforma, in aderenza alla normativa vigente, verifica inoltre eventuali presenze di conflitti e fornisce informazioni di comparativi (valutazioni precedenti, transazioni registrate da lavori precedenti) che vengono integrati da *asking price*. Per validare l'intero processo di valutazione esistono 2 livelli di verifica (uno eseguito da un tecnico *senior* revisore e uno dal capo commessa); in presenza di posizioni caratterizzate da un livello di complessità e/o di valore particolarmente rilevanti, il processo prevede altresì un terzo livello di controllo demandato al Presidio Centrale Tecnico interno della Società e al responsabile di Dipartimento. La piattaforma è usata anche per verificare lo stato di utilizzo e il "*rating*" dei diversi tecnici territoriali della rete.

Le valutazioni sono effettuate nel rispetto degli *standard* previsti dalle Linee guida ABI stante la specifica finalità per cui sono state attivate.

Per il settore *Investment&Advisory*, l'attività valutativa è svolta in forma più tradizionale e sartoriale prevedendo l'utilizzo di valutatori interni che si avvalgono, all'occorrenza, di tecnici esterni. La qualità è garantita dalla specifica professionalità ed esperienza dei *team* preposti guidati da un *Project manager* che si confronta con il *Director* di riferimento e, per progetti di elevata complessità, anche dal *Managing Director* della divisione.

Il *Project manager* organizza il lavoro dei tecnici territoriali verificandone completezza e coerenza dei risultati (I livello di controllo) per poi confrontarsi, se necessario, con il *Director* (II livello di controllo). L'assegnazione degli incarichi avviene sulla base dell'esperienza specialistica di ciascun *Project Manager* sul bene da analizzare, scegliendo i tecnici con lo *skill* più adeguato all'incarico.

Le valutazioni sono effettuate nel rispetto degli standard internazionali, in particolare declinate dalle linee guida ABI e da RICS (*Red Book*). Per gli investitori la valutazione può essere affiancata da una *Full Due Diligence*, che verifichi tutte le conformità tecniche urbanistiche impiantistiche e ambientali/strutturati (attività di norma attivata con separata offerta e svolta dalla divisione preposta "*Technical Services*").

Il settore *Investment&Advisory* tratta prevalentemente *asset* di significativa complessità che richiedono un'adeguata conoscenza specialistica; in ragione del tipo di *asset* da esaminare gli incarichi vengono affidati a capi progetto di linee di *business* specialistiche (oltre alle valutazioni di *asset* "tradizionali" residenze, uffici, negozi e *mix-used*, esistono divisioni preposte a valutare Hotel/RSA/Studentati, altre per valutare Centri Commerciali e *Retail Park*, altre per Studi di fattibilità), tali divisioni si avvalgono, come previsto dagli *standard* internazionali, di *team* di esperti valutatori con un *know-how* specifico e "*best practices*" consolidate.

La società opera nel rispetto di vari standard qualitativi di riferimento sia in Italia sia all'estero in ragione delle specifiche normative e ambiti di operatività.

I diversi dipartimenti spesso vengono coinvolti su progetti complessi apportando ciascuno la propria competenza e in forma sinergica.

4.4. Sintetico commento alle interviste

Dai contatti avuti con le tre società è emerso con evidenza quanto la qualità sia legata al prodotto richiesto dal cliente. Infatti, quando l'attività tecnico-estimativa è rivolta a perizie finalizzate alla concessione di crediti bancari, i requisiti richiesti dal cliente, quindi in maggioranza da istituti di credito, conducono a elaborati sintetici, asciutti e schematici, nei quali un particolare rilievo assume la *due diligence* tecnico-legale sull'immobile oggetto di stima e la quantificazione del valore di garanzia. Diversamente, per le attività relative a richieste più complesse, rivolte prevalentemente a valutazioni per investimenti e fondi immobiliari, e quindi giudizi di convenienza economica o stime di valori di mercato orientati a operazioni immobiliari di una certa rilevanza economica, i requisiti del prodotto da fornire sono diversificati e contrattualizzati con il cliente caso per caso. Pertanto, il controllo di qualità, inteso come soddisfazione del cliente, non può essere rigidamente strutturato, ma viene assicurato dalla *expertise* complessiva e specialistica del *team* di valutatori qualificati.

5. Conclusioni

I confronti avuti con i *manager* delle importanti società di valutazione citate, hanno confermato che, per organizzazione e regole procedurali, l'impostazione adottata dall'Agenzia, che è un ente pubblico, dal punto di vista delle fasi in cui si articola il processo di controllo, dell'esistenza di supporti documentali e informatici (rispettivamente manuale operativo delle stime immobiliari e MASE) e dei processi formativi, non si distanzia da quello che viene comunque previsto nell'ambito di rilevanti organizzazioni private che operano nel campo della valutazione immobiliare.

Ovviamente esistono aspetti che possono essere migliorati, soprattutto nell'ambito della gestione del processo di produzione, riconoscendo che in esso c'è un margine di razionalizzazione e di ottimizzazione, pur se legato ai limiti tipici di una struttura pubblica che di certo non possiede, sia nella struttura organizzativa che nella gestione delle risorse umane, la flessibilità delle società private. Inoltre, si è già detto dei limiti di azione della Direzione centrale che sovrintende queste attività, la quale ha competenza nella gestione dei soli aspetti tecnici e non di quelli gestionali (in termini di risorse, di mobilità, di struttura organizzativa) in un organismo complesso quale è l'Agenzia delle Entrate. Pertanto, a valle dei controlli di II livello, si può agire sul personale tecnico coinvolto non tanto in termini di riallocazione di risorse, mobilità, o provvedimenti organizzativi, quanto con la formazione continua e con azioni di *moral suasion*.

Inoltre, il servizio di valutazione immobiliare dell'Agenzia differisce dai servizi erogati dalle società che ordinariamente operano nel settore immobiliare, in quanto deve rispondere a requisiti oggettivi prestabiliti e legati a una logica istituzionale di terzietà che, esulando dalle specifiche esigenze del soggetto richiedente il servizio, deve tutelare *in primis* l'interesse pubblico.

In quest'ottica, si ritiene adeguato che i controlli di qualità sulle perizie di stima, operati all'interno dell'Agenzia, siano molto più orientati, rispetto a quanto rilevato all'esterno, verso la chiara esplicitazione dei passaggi logico-metodologici e dei dati di mercato presi a riferimento e su cui si fonda il giudizio di stima, in modo tale da assicurare sia l'oggettività, che la completa ripercorribilità e trasparenza dell'elaborato.

Mentre il controllo di II livello (*ex post*) non può che essere metodologico, diversamente, quello di I livello dovrebbe focalizzarsi maggiormente sul controllo del risultato. In realtà, le verifiche effettuate nella seconda fase del controllo di I livello (in carico al referente regionale) attualmente non sempre possono concentrarsi sul risultato, come auspicato, in quanto richiederebbero, nella maggior parte dei casi, lo svolgimento *ex novo* della stima, risultando quindi sia antieconomico per la scarsità di risorse disponibili, che di conseguenza non efficiente riguardo ai tempi di consegna stabiliti. Per questa ragione, anche questa fase di controllo non può che concentrarsi sugli aspetti tecnico-metodologici, con lo scopo di assicurare il ragionevole rispetto dei criteri, dei processi e dei metodi indicati dal MOSI.

In conclusione, i processi migliorativi direttamente attuabili riguardano soprattutto la formazione: lo sforzo è diretto a innalzare il livello della competenze con corsi specialistici, da somministrare in modo capillare ai tecnici dell'Agenzia, e con più intensi incontri tecnico-informativi, allo scopo anche di creare un riconosciuto senso di appartenenza alla struttura, che deve risultare sempre più indipendente, coesa e nella quale condividere criteri e modalità operative. In tal senso, la Direzione centrale ha già organizzato e svolto corsi

formativi di livello superiore riguardanti ad esempio procedimenti estimativi più complessi, quali la DCFA. Si sta pensando, per il futuro, di dare maggior vigore ed enfasi anche agli aspetti legati alla *due diligence*, per i quali ordinariamente non è richiesto uno specifico approfondimento.⁸ In ultimo, ulteriore impulso al miglioramento potrà scaturire dai progetti, alcuni già in corso nella Direzione centrale SEOMI, volti a fornire strumenti e metodologie innovative nell'ambito estimativo, che seguono e tengono il passo con l'evoluzione del mercato immobiliare.

In ogni caso, la pianificazione di queste azioni, sarà valutata dalla Direzione centrale a valle dei processi riorganizzativi, già in corso e che si attueranno a breve, in particolare all'interno delle strutture locali dell'Agenzia. Questi, certamente, avranno impatti sia sul personale che opera nel settore tecnico, sia sulle modalità di svolgimento delle attività estimative. In prospettiva di ciò, si confida nel forte senso di professionalità che finora ha caratterizzato coloro che hanno operato in questo ambito e che potrà consentire all'intera struttura tecnica dell'Agenzia, rafforzandone il senso di aggregazione e lo spirito collaborativo, di adeguarsi agli imminenti cambiamenti.

D'altra parte, non ci sono dubbi sulla rilevanza dei servizi tecnici che oggi l'Agenzia offre alle pubbliche amministrazioni, sia perché per esse rappresenta un valido supporto nella loro attività di gestione immobiliare, sia perché, qualora tale gestione abbia rilievo per il singolo cittadino, l'Agenzia fornisce comunque la garanzia di agire come organismo tecnico *super partes*.

Bibliografia

- ABI - Associazione Bancaria Italiana. (2018, Novembre 30). Linee guida per la valutazione degli immobili in garanzia delle esposizioni creditizie (III edizione).
- Agenzia del Territorio - Direzione Centrale OMISE. (2011). Manuale Operativo delle Stime Immobiliari. FrancoAngeli.
- Consiglio Superiore della Magistratura. (2017, Ottobre 11). Delibera del 11 Ottobre 2017. *Buone Prassi nel settore delle esecuzioni immobiliari - Linee guida (delibera)*.
- RICS - Royal Institute of Chartered Surveyors;. (2017, Giugno). Red Book. *RICS Valuation - Global Standards 2017*.
- TEGoVA - The European Group of Valuers' Associations. (2016). Blue Book. *European Valuation Standards 2016 (eighth edition)*.
- UNI - Ente Italiano di Normazione. (2014, Novembre 6). UNI11558:2014. *Valutatore immobiliare. Requisiti di conoscenza, abilità e competenza*.
- UNI - Ente Italiano di Normazione. (2015, Dicembre 10). UNI11612:2015. *Stima del valore di mercato degli immobili*.
- UNI - Ente Italiano di Normazione. (2016, Giugno 15). UNI/PdR 19:2016. *Raccomandazioni per la valutazione di conformità di parte terza accreditata ai requisiti definiti nella norma UNI 11558 "Valutatore immobiliare - Requisiti di conoscenza, abilità e competenza"*.

⁸ Poiché attualmente la maggior parte delle attività estimative richieste riguardano cessioni di immobili pubblici, spesso la pubblica amministrazione prescinde dalla *due diligence* del cespite, in quanto ha pieni poteri per attuare tutte le operazioni atte a realizzare l'alienazione dell'immobile. La *due diligence* avrebbe, al contrario, un'importanza del tutto rilevante nel caso in cui l'amministrazione pubblica fosse interessata ad acquisire un immobile, dovendo essere portata a conoscenza di tutte le problematiche tecniche e legali legate ad esso.

Breve rassegna degli indicatori del mercato immobiliare

di Mauro IACOBINI* e Gaetano LISI**

Sommario

Obiettivo di questo breve articolo è passare in rassegna i principali indicatori dell'attività e dell'andamento del mercato immobiliare (*housing market indicators*). Infatti, sebbene lo studio del mercato immobiliare sia ormai riconosciuto come fondamentale nelle analisi economico-finanziarie, molti dei suoi indicatori sono sottovalutati o poco utilizzati. In alcuni casi, solo l'indice dei prezzi viene considerato tra i principali indicatori che descrivono la situazione – precisamente, la solidità e stabilità – finanziaria di un sistema economico (si veda, ad esempio, Fan and Peng, 2005 and Heath, 2005).

Questo lavoro, pertanto, mira a far emergere questa lacuna offrendo una sintetica ma completa descrizione degli indicatori immobiliari utilizzati nei principali mercati mondiali, a cominciare da quello statunitense.¹

Ovviamente, si tratta di una rassegna “non critica”, né potrebbe esserlo, trattandosi di indicatori ampiamente utilizzati nei mercati immobiliari. In tali casi, infatti, è possibile semplicemente “criticare” il grado di complessità dell'indice, cioè dire quali indici possono essere opportunamente calcolati con i dati a disposizione e, in aggiunta o in alternativa, suggerirne di nuovi.

Questa breve rassegna, quindi, vuole anche stimolare un approfondimento dell'argomento nei prossimi numeri dei Quaderni dell'Osservatorio, soprattutto al fine di valutare quali di questi indicatori possano essere opportunamente calcolati ed utilizzati nel mercato immobiliare italiano oppure suggerire l'introduzione di nuovi indicatori maggiormente adatti ad evidenziare delle situazioni specifiche al contesto analizzato. In particolare, nell'ambito del progetto denominato “Analisi delle operazioni di Sviluppo immobiliare” – in corso presso la Direzione Centrale Servizi Estimativi e Osservatorio Mercato Immobiliare (DC SEOMI) e che ha tra i suoi principali obiettivi quello di reperire indicazioni sempre più specifiche e dettagliate sull'andamento del settore delle nuove costruzioni in Italia – molti degli indicatori immobiliari passati in rassegna nel presente articolo potrebbero risultare particolarmente utili.

1. Introduzione

Le attività del settore immobiliare contribuiscono alla crescita di un sistema economico partecipando alla formazione del PIL. I settori delle costruzioni e delle attività immobiliari sono, infatti, una delle componenti più rilevanti del Prodotto Interno Lordo in Europa, con un peso compreso tra il 18% e il 19% e una media europea del 18,5 per cento (si veda Scenari Immobiliari, 2018). L'Italia, in particolare, guida la classifica dei primi cinque Paesi europei con un peso del settore immobiliare (comprendendo anche le costruzioni) pari al 19%. Inoltre, con una crescita del 5,6% per quanto riguarda le attività immobiliari (costruzioni e sviluppo immobiliare)

* Responsabile Settore Servizi Estimativi, DC SEOMI, Agenzia delle Entrate, mauro.iacobini@agenziaentrate.it

** Funzionario Settore Servizi Estimativi, DC SEOMI, Agenzia delle Entrate, gaetano.lisi@agenziaentrate.it

¹ Utilissimo, in tal senso, il report che mensilmente fornisce il Dipartimento “Sviluppo urbano e immobiliare” statunitense.

Inoltre, con una crescita del 5,6% per quanto riguarda le attività immobiliari (costruzioni e sviluppo immobiliare) e una crescita superiore alla media europea del 4,5% per quanto riguarda i servizi immobiliari (gestione, consulenza e intermediazione), l'Italia è il Paese europeo dove il peso del settore immobiliare sul PIL è aumentato di più tra il 2013 e il 2017. Tuttavia, considerando i cinque principali Paesi europei (Germania, Regno Unito, Francia, Italia e Spagna), l'Italia risulta ancora in una posizione arretrata per quanto riguarda il volume di affari, con un fatturato superiore solo a quello della Spagna (Scenari Immobiliari, 2018).²

Occorre evidenziare, infine, come il peso del settore immobiliare sia aumentato nel tempo, nonostante la crisi degli anni passati. Quello che è cambiato è la composizione di questo peso, con il settore delle costruzioni che ha perso terreno rispetto al settore dei servizi immobiliari. Precisamente, il settore delle nuove costruzioni ha continuato a contrarsi ed oggi contribuisce "solo" per circa il 5% del PIL dei Paesi europei considerati da Scenari Immobiliari.³

Di conseguenza, gli indicatori del mercato immobiliare forniscono preziose informazioni non solo sull'andamento del mercato delle abitazioni (comprese le nuove costruzioni), ma contribuiscono anche a fornire elementi di conoscenza sullo stato dell'economia in generale. Come tutti gli indicatori economico-statistici, gli indicatori del mercato immobiliare consentono di fare dei confronti nel tempo (un confronto tra diversi anni) e nello spazio (un confronto tra Paesi diversi).

In aggiunta a ciò, gli indicatori del mercato immobiliare sono utilizzati nella valutazione della solidità e stabilità finanziaria di un sistema economico. A tal fine, si raccolgono informazioni per valutare i punti di forza e i rischi dei sistemi finanziari utilizzando degli indicatori statistici noti collettivamente come indicatori di solidità finanziaria (*Financial Soundness Indicators - FSIs*). I prezzi degli immobili, ad esempio, fanno parte di questi indicatori di solidità finanziaria. Ma ve ne sono molti altri. Tuttavia, se in generale vi è un forte interesse alla raccolta e all'utilizzo degli indicatori di solidità finanziaria, meno enfasi c'è stata sull'identificazione e l'uso di appropriate informazioni statistiche relative ai mercati immobiliari.⁴ In sostanza, molti altri indicatori del mercato immobiliare potrebbero e dovrebbero entrare a far parte di questi *Financial Soundness Indicators (FSIs)*.

Accanto (e spesso associate) alle bolle speculative finanziarie, infatti, esistono le bolle immobiliari. Una "bolla immobiliare" (*real estate bubble, property bubble o housing bubble for residential markets*)⁵ è un particolare tipo di bolla economica che si verifica nei mercati immobiliari locali o globali. È caratterizzato da rapidi aumenti dei valori delle proprietà immobiliari, come le abitazioni, fino a raggiungere livelli insostenibili rispetto ai redditi e ad altri fattori economici. Le bolle immobiliari sono sempre seguite da forti diminuzioni di prezzo che possono determinare per molti proprietari un patrimonio immobiliare netto negativo (*negative homeowners' equity*), vale a dire un debito ipotecario superiore al valore corrente della proprietà.

² Il mercato immobiliare italiano è un terzo dei due mercati principali, Regno Unito e Germania, ed è inferiore alla metà di quello francese. In Italia e in Spagna è molto forte l'attività di intermediazione immobiliare, dove il peso dei servizi di intermediazione è pari a circa un quarto del totale dei servizi; mentre *project e asset management* risultano più sviluppati, invece, nel Regno Unito, Germania e Francia, dove sono presenti società più grandi ed è più diffuso l'uso di sistemi tecnologici più avanzati. Ciò conferma il gap ampio tra i Paesi considerati, sia in termini di dimensioni che di professionalizzazione delle società. Rispetto a Regno Unito, Germania e Francia, infatti, in Italia e in Spagna il settore immobiliare è ancora poco professionale, caratterizzato da società di piccole dimensioni, spesso nate come studi professionali e poi adattate al settore dei servizi.

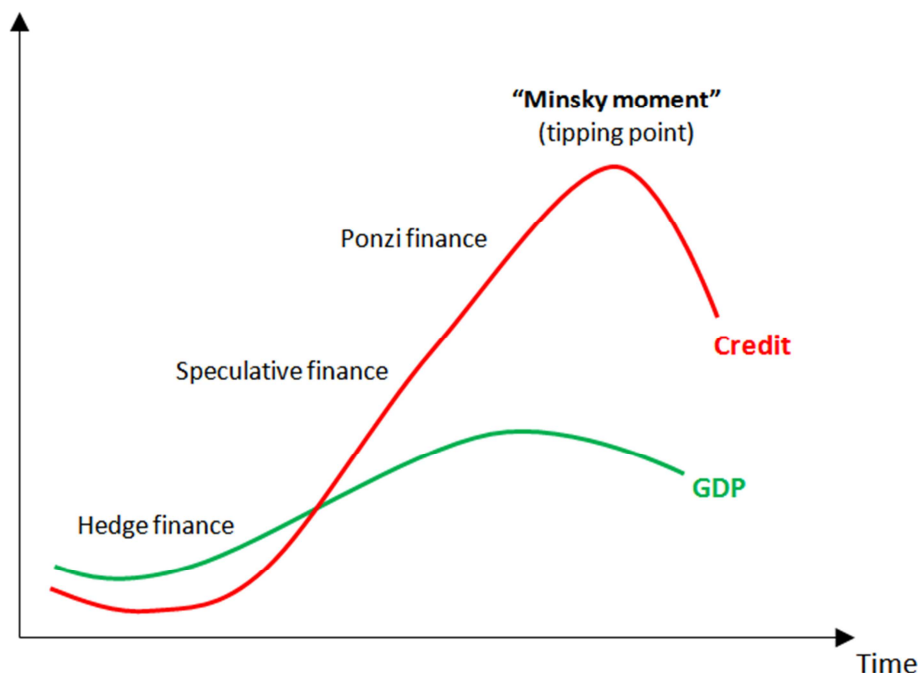
³ Il peso del settore delle nuove costruzioni sul PIL può essere stimato rapportando la somma degli investimenti nella costruzione di abitazioni (singole e plurifamiliari), dei costi di ristrutturazione e delle altre tariffe associate (come le commissioni degli intermediari) al Prodotto interno lordo.

⁴ Per maggiori dettagli si veda il seguente lavoro: *Real Estate Indicators and Financial Stability*, BIS Papers No 21, Aprile 2005.

⁵ Si riporta, accanto a quella in italiano, anche la definizione inglese, in modo da permettere un riscontro con la letteratura correlata.

In periodi di prosperità economica, le banche tendono ad espandere il credito ad una velocità maggiore rispetto al prodotto interno lordo (si veda la Figura 1).⁶ Le buone notizie economiche ed una elevata fiducia di banche ed investitori incoraggiano una crescita del credito e un incremento nel valore degli *assets* (l'indice dato dal rapporto prezzo-guadagni aumenta notevolmente). In sostanza, la stabilità produce instabilità. Infatti, quando tale situazione diventa insostenibile e l'economia rallenta, le banche restringono il credito e si verifica il crollo dei prezzi. Il "punto di non ritorno" (*tipping point*), conosciuto come "Minsky moment" dal nome dell'economista che ha sviluppato questa teoria, segna lo scoppio della bolla finanziaria e le sue conseguenze negative per il sistema economico-finanziario (si veda nuovamente la Figura 1).⁷

Figura 1. "Minsky moment" e bolle finanziarie (fonte: Pettinger, 2018)



La pratica diffusa di utilizzare la proprietà immobiliare come garanzia per i prestiti ai consumatori e alle imprese può amplificare gli effetti prodotti da shock economici. Nei periodi di boom, con l'aumento dei prezzi delle attività e il miglioramento della situazione economico-finanziaria di famiglie e imprese, le banche possono essere indotte ad un incremento dei prestiti che rafforza l'aumento dei prezzi ed amplifica gli effetti positivi sulla spesa privata (consumi ed investimenti). Un ragionamento analogo ma inverso può essere fatto in caso di periodi di crisi economica, quando la situazione di famiglie e imprese peggiora e la successiva contrazione del credito da parte delle banche rinforza gli effetti negativi della crisi economica.

Per quanto riguarda gli effetti delle bolle finanziarie e di quelle immobiliari, il problema è legato sempre al finanziamento con debito dell'investimento (quindi agli effetti sul sistema creditizio). La velocità della crisi dipende, quindi, dalla velocità degli incagli bancari (che comportano l'impossibilità, temporanea o permanente, per il cliente di ripagare il debito), dalla reazione del credito, dall'assorbimento della domanda delle vendite dei crediti incagliati, dalle modalità con cui i crediti sono stati cartolarizzati e dalla minore o maggiore liquidità dell'investimento. Una volta scoppiata, gli effetti negativi delle crisi finanziarie o immobiliari, a secondo della

⁶ In tale dinamica, accanto alla finanza di "copertura" (*hedge finance*), si sviluppa prima una finanza speculativa (altamente rischiosa) ed infine quella definita "Ponzi finance" che è una forma estrema ai limiti della frode in cui la credenza nel successo di un'impresa tutt'altro che solida (e spesso inesistente) è favorita dal pagamento immediato di rendimenti ai primi investitori frutto del denaro investito dagli investitori successivi.

⁷ La cosiddetta "ipotesi di instabilità finanziaria" sviluppata da Hyman Minsky (1964, 1968, 1982), in contrapposizione alla "ipotesi di mercati efficienti" di Eugene Fama (1970, 1998).

dimensione, si possono ripercuotere anche sull'economia reale. Il problema di tutte le bolle finanziarie, comprese quelle immobiliari, è che spesso vengono identificate con il "senno di poi", vale a dire dopo che si sono verificati i loro effetti negativi (Pettinger, 2018).

Nel tentativo di prevedere ed identificare le bolle finanziarie prima del loro scoppio, gli economisti hanno sviluppato una serie di indici finanziari e indicatori economici. Confrontando i livelli attuali degli indici con quelli degli anni (mesi) precedenti o con quelli che si sono dimostrati insostenibili in passato (cioè che hanno condotto a delle bolle), è possibile fare un'ipotesi plausibile sulla fase che un determinato mercato sta attraversando. Un discorso analogo può essere fatto per le bolle immobiliari, sebbene, come detto in precedenza, gli indicatori utilizzati in ambito immobiliare sono sostanzialmente gli indici di prezzo.

In aggiunta alle grandi oscillazioni nei prezzi delle case, un segnale che induce a pensare che sia scoppiata (o stia per scoppiare) una bolla immobiliare è il forte incremento e poi la brusca caduta di alcuni indici, in particolare del:

- l'indice di accessibilità degli acquirenti casa, che misura l'effetto del cambiamento dei prezzi, dei tassi ipotecari e dei redditi sulla capacità delle famiglie di acquistare una casa o di permettersi un mutuo. Un aumento dell'indice rappresenta un peggioramento in tal senso;
- Il rapporto tra i prezzi della case ed il Prodotto interno Lordo;
- Il divario tra acquisto e affitto (il cosiddetto *buy-rental gap*), che confronta il costo di acquistare un appartamento con il costo di prenderlo in affitto.

Di questi e di molti altri indici si parlerà nei successivi paragrafi.

2. L'importanza degli indicatori del prezzo degli immobili (*Property price indicators*)

L'esperienza internazionale suggerisce che i movimenti dei prezzi immobiliari hanno importanti implicazioni per l'equilibrio macroeconomico e la stabilità finanziaria di un Paese. L'alloggio è, infatti, la forma più importante di risparmio per molte famiglie.

Intuitivamente, l'impatto del settore immobiliare sul sistema economico e finanziario di un Paese dipenderà sia dalla volatilità dei prezzi delle abitazioni (affitti compresi) sia dal peso che i prestiti ipotecari e quelli utilizzati per la costruzione e lo sviluppo immobiliare hanno sul totale dei prestiti concessi dalle banche. Più alta è la volatilità dei prezzi e/o più alto è il peso che i prestiti immobiliari hanno sui prestiti totali, più forte sarà l'impatto del settore immobiliare sul sistema finanziario e infine sull'economia reale di un Paese. Di conseguenza, i più utilizzati indicatori del mercato immobiliare sono due: i prezzi delle proprietà (*property prices indicators*) e le misure di esposizione delle banche al settore immobiliare (*indicators of property lending exposure*).⁸

In generale, l'aumento dei prezzi delle abitazioni incoraggia la spesa dei consumatori e ha effetti positivi sulla crescita economica; viceversa, un calo dei prezzi delle abitazioni incide negativamente sulla spesa dei consumatori e, di conseguenza, sulla crescita economica. Nel Regno Unito, ad esempio, i prezzi delle case sono calati molto nel 1990 e nel 2007, ed entrambi i periodi sono associati ad una recessione economica (cfr. Figura 2 e 3).

⁸ Si veda, ad esempio, International Monetary Fund (2003): "Financial soundness indicators - background paper", Monetary and Financial Systems and Statistics Departments, IMF, May.

Figura 2. UK House prices (£) adjusted for RPI inflation (source: Pettinger, 2017)

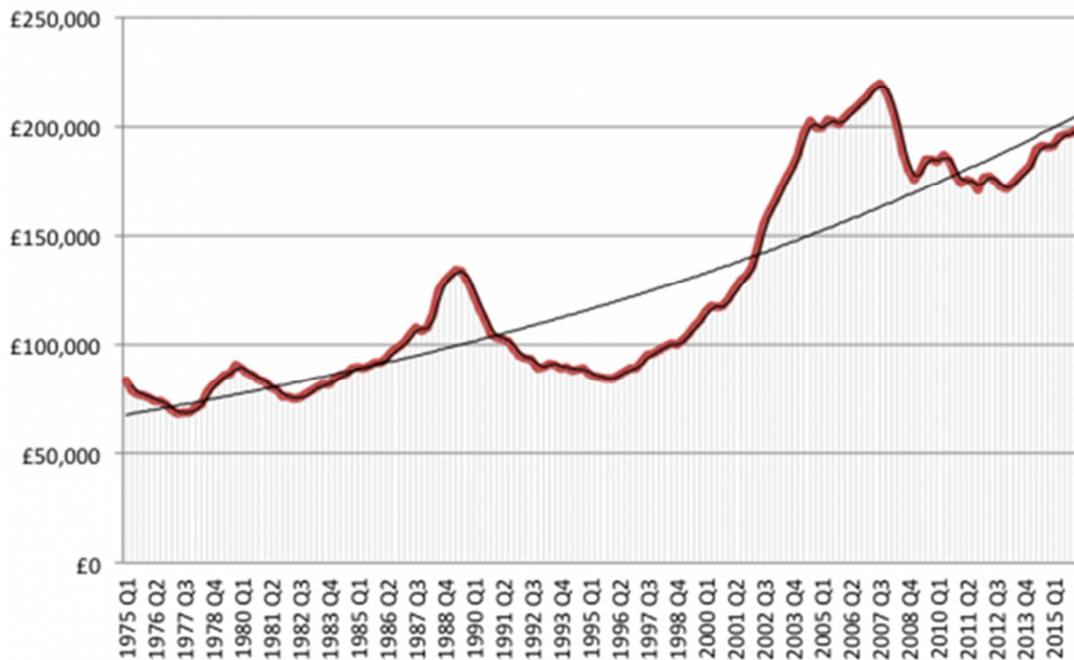
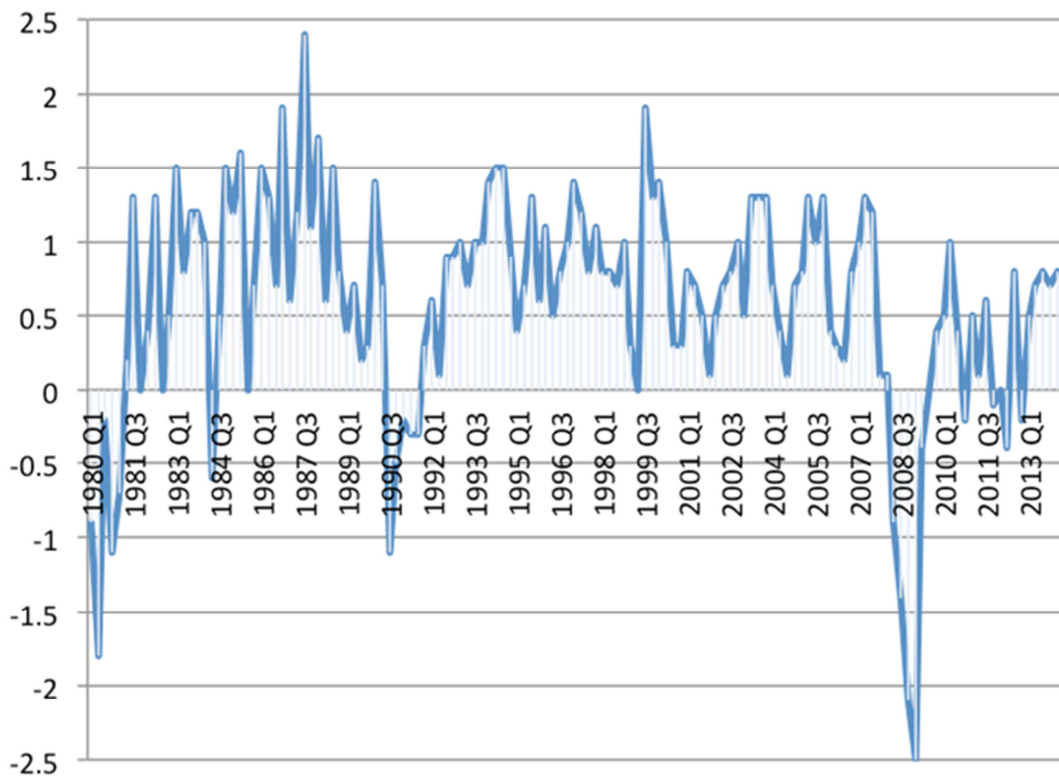


Figura 3. change (%) in real GDP (quarterly) in the UK (fonte: Pettinger, 2017)



Il meccanismo chiave alla base della relazione positiva tra i prezzi delle abitazioni e il PIL reale è il ben noto *effetto ricchezza*.⁹ Per dirla in breve, un aumento dei prezzi delle case rende i proprietari di abitazioni relativamente più ricchi; di conseguenza, essi saranno disposti a spendere di più. Inoltre, un aumento dei prezzi delle abitazioni può consentire ai proprietari di case di ottenere un mutuo a valere sull'incremento dei

⁹ In questo caso, l'effetto ricchezza opera in seguito ad un aumento dei prezzi. La crescita dei prezzi delle abitazioni, infatti, è associato ad un incremento di valore di una delle più importanti risorse economiche detenute dalle famiglie.

valori immobiliari e alle banche di prestare di più. Le famiglie potrebbero usare questo maggiore prestito per altri tipi di spesa. Se i prezzi delle case aumentano, quindi, l'effetto ricchezza potrebbe portare a un aumento della spesa dei consumatori. Ciò potrebbe causare un aumento sia della domanda aggregata sia del PIL reale, portando così a un più alto tasso di crescita economica. Infine, potrebbe esserci anche un *effetto moltiplicatore*, cioè l'aumento del PIL reale potrebbe essere maggiore rispetto all'aumento iniziale della domanda aggregata derivante dall'aumento dei prezzi delle abitazioni. Allo stesso modo, un calo dei prezzi delle abitazioni potrebbe portare a una minore spesa per consumi e ad una minore crescita economica.

2.1. Indici basati sulle transazioni (*transaction-based indices*)

Un **indice dei prezzi** esprime la variazione percentuale dei prezzi da un periodo di tempo ad un altro. Per effettuare dei confronti tra periodi diversi, viene scelto un periodo di riferimento (detto “anno base”).¹⁰

Al fine di soddisfare la necessità di avere informazioni sull'evoluzione e la dinamica dei prezzi degli immobili, esistono fondamentalmente due diversi approcci alla costruzione di indici immobiliari: gli indici basati su valutazioni da parte di operatori specializzati del settore (i cosiddetti *appraisal-based indices*) e gli indici basati sulle transazioni (*transaction-based indices*). In letteratura, è stata ampiamente dimostrata la (prevedibile) superiorità di questi ultimi (Downs e Slade, 1999; Del Giudice e D'Amato, 2008). Gli indici basati sulle transazioni, infatti, sono ampiamente utilizzati e svolgono un ruolo di primissimo piano nel mercato immobiliare (Maurer et al., 2004). Ovviamente, la costruzione di indici basati sulle transazioni richiede la presenza di un numero di transazioni sufficiente e affidabile.¹¹ In Italia, ciò è riscontrabile in generale nel mercato residenziale e molto meno nel settore non residenziale (Del Giudice e D'Amato, 2008).

Gli indici basati sulle transazioni considerano i prezzi effettivi di mercato e le caratteristiche delle abitazioni coinvolte nella vendita in un determinato periodo di tempo. La costruzione di tali indici è piena di difficoltà, a causa della natura eterogenea del patrimonio immobiliare e della scarsa frequenza delle transazioni. Se le transazioni vengono osservate in momenti diversi, infatti, i cambiamenti dei prezzi non indicano necessariamente variazioni nel livello dei prezzi del settore di mercato osservato; piuttosto, tali differenze possono essere dovute alla posizione, alle dimensioni o alle condizioni strutturali della proprietà in questione, cioè alle caratteristiche abitative (la natura eterogenea del bene immobile). Pertanto, la costruzione di un indice immobiliare basato sulle transazioni deve considerare le differenze qualitative nelle proprietà da analizzare.

Il modo più semplice per ottenere un indice dei prezzi immobiliari basato sulle transazioni consiste nel calcolare il *prezzo unitario medio* di tutte le transazioni avvenute in un particolare segmento del mercato immobiliare e in un determinato periodo temporale. Questo semplice metodo, tuttavia, non prende adeguatamente in considerazione la natura eterogenea del bene immobile. In particolare le caratteristiche delle abitazioni compravendute ad un generico tempo t possono essere significativamente diverse da quelle compravendute nel periodo precedente ($t-1$). Sicché la variazione dei prezzi potrebbe includere non la variazione monetaria, bensì la variazione qualitativa dei beni. Un miglioramento in questo approccio consiste nel filtrare parte dell'eterogeneità del patrimonio immobiliare rilevando i prezzi medi per quei segmenti che sono sufficientemente omogenei in termini delle principali caratteristiche abitative. Tuttavia, il problema è che

¹⁰ Ad esempio, per il calcolo dell'IPC (l'indice dei prezzi al consumo), si confronta il costo corrente del paniere di riferimento con il costo dello stesso paniere nell'anno base.

¹¹ Ad esempio, reperire dati sulle offerte al fine di incrementare il numero di informazioni disponibili sulle compravendite potrebbe rendere quelle informazioni sufficienti ma poco attendibili.

non sempre ci sono abbastanza transazioni per ogni segmento di mercato nel periodo considerato che permettono di rendere i dati e gli indici calcolati statisticamente affidabili.

Un'alternativa è il metodo delle vendite ripetute (*repeat sales method*) che consiste nel limitare l'analisi alle proprietà che sono state vendute almeno due volte nel periodo temporale di riferimento. Due sono i principali problemi con questo metodo. Il primo ricalca quello già discusso in precedenza, e cioè che alcune caratteristiche abitative potrebbero cambiare nel tempo anche per la stessa abitazione (per esempio a seguito di ristrutturazioni o variazioni delle infrastrutture locali), rendendo di fatto "diversa" l'abitazione considerata in precedenza. In secondo luogo, il settore immobiliare è caratterizzato, per sua natura, da investimenti che coinvolgono periodi temporali molto lunghi. Di conseguenza, se si considerano solo gli immobili che sono stati venduti più di una volta si rischia di avere prezzi e indici di prezzo non rappresentati del mercato (Maurer et al., 2004).

Il terzo approccio, quello più utilizzato, consiste nella costruzione di un indice dei prezzi degli immobili aggiustato per la qualità (*quality-adjusted*) tramite una semplice estensione del *metodo edonico*.¹² Tale estensione del metodo è in grado di cogliere i cambiamenti dei prezzi derivanti da variazioni nel livello dei prezzi del settore di mercato osservato, piuttosto che da variazioni nelle caratteristiche abitative. Per fare questo, occorre separare l'influenza dei fattori temporali dall'influenza delle caratteristiche abitative. In sostanza, la funzione di prezzo edonico deve esprimere il prezzo (P) come funzione non solo delle X caratteristiche abitative strutturali ed ambientali (come l'ubicazione, la dimensione, le condizioni dell'edificio o dell'unità immobiliare, ecc.) ma anche del periodo temporale (t) in cui la transazione è avvenuta.

$$P = f(X, t)$$

Un *indice dei prezzi edonico*, quindi, è un indice dei prezzi aggiustato per la qualità (*quality-adjusted index*), vale a dire considera le differenze qualitative negli immobili analizzati.

Al fine di tener conto del fattore "tempo", due approcci possono essere implementati: il metodo diretto e il metodo indiretto (si veda, ad esempio, Maurer et al., 2004). Il metodo diretto usa tutte le osservazioni (compravendite) disponibili ed introduce delle variabili dummy (binarie) per ogni periodo di tempo considerato (la data di vendita dell'immobile). Ogni variabile, pertanto, assumerà valore 1 se riferita ad una determinata data di vendita (anno, semestre, trimestre, mese) e 0 in caso contrario. Il coefficiente associato ad ognuna di queste variabili esprimerà la variazione (l'incremento o il decremento) del prezzo delle abitazioni dovuta al fattore "tempo". Il metodo indiretto, invece, consiste nell'eseguire tante regressioni per ogni periodo temporale considerato. Il metodo indiretto ha il vantaggio di tener conto del fatto che l'effetto delle caratteristiche abitative sul prezzo può cambiare nel corso tempo, ma lo svantaggio di richiedere un elevato numero di transazioni, vale a dire un sufficiente numero di transazioni per ogni periodo di tempo analizzato. Per questo motivo, il metodo diretto è spesso preferito.

In sostanza, ricavato il prezzo edonico del periodo temporale di riferimento (P_0), quando tutte le variabili binarie riferite al fattore tempo sono pari a zero, il prezzo edonico di ogni periodo t (P_t) considerato sarà pari a:

¹² In Italia, tale approccio è utilizzato dall'ISTAT per il calcolo dell'indice IPAB (Indice dei Prezzi delle Abitazioni). L'indice dei prezzi delle abitazioni (IPAB) misura la variazione nel tempo dei prezzi degli immobili residenziali nuovi o esistenti (appartamenti, case unifamiliari, case a schiera, ecc.) acquistati dalle famiglie sia per fini abitativi sia per fini d'investimento (ISTAT, 2012). La produzione di questo indicatore è parte del progetto Owner Occupied Housing (OOH), di cui si è fatto promotore l'Istituto di statistica della Commissione Europea (Eurostat). Per dettagli sulla costruzione dell'indice, si veda la nota metodologica dell'IPAB nei report sui prezzi delle abitazioni dell'ISTAT.

$$P_t = P_0 + \beta_t$$

dove β_t è il coefficiente stimato associato alla variabile binaria riferita al periodo t . Per ogni periodo t , quindi, l'indice sarà calcolato come:

$$I_t = \frac{P_t}{P_0}$$

Di conseguenza, la variazione (percentuale) dell'indice dal periodo t al periodo $t + 1$ sarà data da:

$$I_{t,t+1} = \frac{I_{t+1}}{I_t} - 1 = \frac{I_{t+1} - I_t}{I_t}$$

Se l'indice è maggiore di zero i prezzi sono cresciuti rispetto al periodo precedente, se l'indice è minore di zero i prezzi si sono ridotti, mentre se è pari a zero i prezzi sono rimasti costanti.

2.2. Indicatori di esposizione al credito immobiliare (*Indicators of property lending exposure*)

L'esposizione del settore bancario al mercato immobiliare è legata al credito ipotecario residenziale e ai prestiti per la costruzione, gli investimenti e lo sviluppo immobiliare. Proprio al fine di monitorare e valutare l'esposizione delle banche agli sviluppi del mercato immobiliare, vengono sviluppate statistiche sempre più frequenti e dettagliate. In particolare, informazioni sull'esposizione delle banche al credito immobiliare (*CI*) sono ricavate attraverso i rapporti tra i prestiti immobiliari, sia residenziali (*PR*) che commerciali (*PC*) e i prestiti totali (*PT*) concessi dalle banche,

$$CI_{residenziale} = \frac{PR}{PT}$$

$$CI_{commerciale} = \frac{PC}{PT}$$

In considerazione di quanto in precedenza detto circa i meccanismi e gli effetti delle bolle finanziarie, la redditività, e quindi la performance, del settore bancario è influenzata dal rallentamento dell'economia e del mercato immobiliare. Ovviamente, a risentire maggiormente delle bolle immobiliari e, in generale, dei peggioramenti delle condizioni economiche sono le banche più piccole e quelle che hanno una più ampia esposizione ai prestiti immobiliari e non (ovviamente con riferimento al patrimonio della banca stessa).

Il calo della redditività delle banche è spesso associato a un deterioramento della qualità dei propri attivi (*asset quality*). Nel settore immobiliare, ciò può essere indagato attraverso un indicatore noto come **mortgage delinquency ratio (MDR)**, che esprime la percentuale dei mutui scaduti da oltre tre mesi (*MS*) rispetto al totale dei mutui (*MT*):

$$MDR = \frac{MS}{MT}$$

Un aumento di tale indicatore segnala un peggioramento della qualità delle attività immobiliari detenute a garanzia dei prestiti concessi dalle banche e di conseguenza un possibile futuro peggioramento della redditività delle banche stesse.

Un altro indicatore collegato al precedente è quello relativo ai mutui rinegoziati e riprogrammati (**rescheduled loans ratio**) che le banche accordano ai mutuatari in difficoltà finanziarie proprio per evitare che gli stessi diventino inadempienti (per evitare un incremento del **mortgage delinquency ratio**).

3. L'importanza degli indicatori del mercato immobiliare

In generale, gli indicatori del mercato immobiliare descrivono e valutano due componenti tra loro strettamente collegate:

- una componente di valutazione (le misure di accessibilità dell'alloggio);
- una componente di debito o leva finanziaria (le misure di debito immobiliare).

La componente di valutazione misura quanto le case sono costose in relazione a ciò che la maggior parte delle persone può permettersi (*Housing affordability measures*); mentre la componente di debito misura quanto le famiglie si indebitano nel comprare casa (per viverci o per ottenere una rendita) e anche quanto le banche rischiano finanziariamente ed economicamente nel concedere il prestito (*Housing debt measures*).

Ovviamente, accanto a queste due macro-componenti, vi sono altre misure che valutano il mercato immobiliare e che comprendono indicatori immobiliari ben noti come il saggio di capitalizzazione e il moltiplicatore del reddito lordo (Gross Income Multiplier).¹³

3.1. Misure di accessibilità (convenienza economica) dell'alloggio (*Housing affordability measures*)¹⁴

Tali indici possono riferirsi sia ad una "tipica" famiglia (quella che guadagna un reddito medio o mediano) che ad una specifica famiglia (in questo caso si farà riferimento allo specifico reddito percepito annualmente). Per l'abitazione, invece, verrà considerato il prezzo di vendita, l'affitto o la rata del mutuo tenuto conto di una determinata tipologia e location della casa.

Indice di accessibilità della casa di proprietà (*Homeownership Affordability index*)

L'indice di accessibilità della casa di proprietà (*HAI*) è dato dal rapporto tra il prezzo (*P*) medio o mediano delle abitazioni (in un dato anno e location) ed il reddito (*Y*) medio o mediano annuo dei possessori (il cosiddetto *Price to Income ratio*):

$$HAI = \frac{P}{Y}$$

L'indice di accessibilità della casa di proprietà esprime il numero di anni necessari per acquistare casa dato il reddito disponibile. Un valore dell'indice pari a 1 significa che una famiglia percepisce un reddito annuo esattamente pari al prezzo della casa. Di conseguenza, più l'indice è basso, meglio è per l'acquirente. Precisamente:¹⁵

¹³ Per maggiori dettagli si veda il seguente lavoro: *Housing Market Indicators – Monthly Update*, June 2018, U.S. Department of Housing and Urban Development.

¹⁴ Ovviamente, se i dati relativi al reddito e al costo delle abitazioni sono espressi in termini che includono l'inflazione, tali misure tengono conto implicitamente dell'inflazione.

¹⁵ Ad esempio, se il prezzo medio o mediano delle abitazioni (in un dato anno e location) è 80.000 euro e il reddito medio annuo è 20.000 euro, occorrono $80.000 / 20.000 = 4$ anni per acquistare casa.

- indice > 1 = più di un anno per acquistare casa;
- indice < 1 = meno di un anno per acquistare casa;
- infine, indice = 1 solo un anno per acquistare casa.

In alcuni casi l'indice di accessibilità della casa di proprietà (*HAI*) è calcolato separatamente per i cosiddetti "first time buyers", cioè persone che comprano casa per la prima volta (non avendo, quindi, case da vendere o in vendita e non avendo in precedenza posseduto una casa). In tal caso è definito "attainability" invece di "affordability" (si veda dopo).

Indice di accessibilità della casa in affitto (*Rental Affordability index*)

L'indice di convenienza del canone di affitto (*RAI*) è dato dal rapporto tra il canone di affitto (*R*) medio o mediano dei comparabili e il reddito medio o mediano annuo dei possessori (*Rent to Income ratio*):

$$RAI = \frac{R}{Y}$$

L'indice di convenienza del canone di affitto è utilizzato per stabilire se il reddito di una famiglia è sufficiente a sostenere un contratto di locazione. Solitamente, si presume che una famiglia sia in grado di sostenere un contratto di locazione se il canone di affitto annuo non è superiore al 30 per cento del reddito annuo del nucleo familiare (indice $\leq 0,3$).

Indice di accessibilità del mutuo (*Affordability index*)

L'indice di accessibilità del mutuo (*AI*) è dato dal rapporto tra la rata media di un mutuo (*M*), più il costo mensile effettivo del mutuo, e il salario (*W*) mensile medio:

$$AI = \frac{M}{W}$$

L'indice di accessibilità del mutuo è utilizzato per stabilire se il reddito di una famiglia è sufficiente a sostenere un contratto di mutuo. L'*Affordability index* offre una misura molto più realistica della capacità delle famiglie di permettersi un alloggio rispetto al *Price to Income ratio*. Tuttavia, il rapporto prezzo/reddito risulta ancora più comunemente usato dagli operatori del settore. Infatti, questo indice è semplice da calcolare nel momento in cui il prestito viene richiesto, mentre non è immediato da calcolare *ex-ante*, poiché non è così semplice conoscere la rata, dal momento che essa dipende dal tipo di mutuo stipulato. Inoltre, l'*affordability index* andrebbe monitorato nel tempo se il mutuo è a tasso variabile, perché se anche il salario non muta, l'incidenza della rata varia.

Anche in questo caso, più l'indice è basso, meglio è per l'acquirente, dal momento che un indice molto basso implica che serve solo una quota molto piccola del salario per far fronte al pagamento della rata del mutuo. Un indice vicino a 1, viceversa, significa che il salario percepito non è in grado nemmeno di coprire la rata del mutuo.

Indice di accessibilità della casa per i "first time buyers" (*Attainability index*)

L'indice di accessibilità della casa per i "first time buyers" ($AI_{first-time}$), il cosiddetto Attainability index, è dato dal rapporto tra l'anticipo minimo richiesto (*downpayment*) per un mutuo tipo (*DP*) ed il reddito medio o mediano annuo dei possessori:

$$AI_{first-time} = \frac{DP}{Y}$$

L'indice di "attainability" esprime l'acconto iniziale da pagare in mesi o anni di reddito ed è specialmente importante per i "first time buyers" che non hanno un capitale immobiliare (*home equity*) a loro disposizione. Infatti, se l'anticipo minimo richiesto diventa troppo alto, i "first time buyers" si trovano con un "prezzo fuori dal mercato" (*priced out of the market*), cioè con un pagamento talmente alto da impedire l'acquisto ed uscire dal mercato. Ovviamente, l'anticipo minimo richiesto aumenta con l'aumentare dei valori immobiliari. Tale indice è anche conosciuto come *Deposit to Income ratio*.

In alcuni contesti, per quanto riguarda le misure di accessibilità (convenienza economica) dell'alloggio, si effettua una ulteriore distinzione tra i "first time buyers" e i cosiddetti "young home buyers", compratori di casa giovani (si veda Tu, 2010); di conseguenza, è possibile calcolare due indici differenti: l'indice di accessibilità della casa per i "first time buyers" e l'indice di accessibilità della casa per i "young home buyers". Intuitivamente, comunque, nella stragrande maggioranza dei casi, coloro che acquistano per la prima volta casa sono i giovani e, in tal caso, i due indici coincidono.

3.2. Misure di debito immobiliare (*Housing debt measures*)

Rapporto debito immobiliare e reddito (*housing debt to income ratio*)

Il rapporto debito immobiliare e reddito (*HDI*) è il rapporto tra i costi totali della proprietà della casa (*CTH*) ed il reddito disponibile:

$$HDI = \frac{CTH}{Y}$$

Questo indicatore misura i costi totali sostenuti dai proprietari di abitazioni, inclusi i pagamenti dei mutui, le utenze e le tasse di proprietà, in percentuale del reddito mensile disponibile (al lordo delle imposte) tipico di una famiglia.

Rapporto debito ipotecario e capitale immobiliare (*loan to value ratio*)

Il rapporto tra debito ipotecario e capitale immobiliare o più comunemente conosciuto come *Loan to Value ratio* (*LV*) è dato dal rapporto tra il debito ipotecario (*DI*), vale a dire il capitale preso a prestito dalla banca, e il valore della proprietà sottostante (*V*):

$$LV = \frac{DI}{V}$$

Il rapporto tra debito ipotecario e capitale immobiliare misura la leva finanziaria.¹⁶ Infatti, il valore della proprietà è pari alla somma del risparmio (*S*), il capitale proprio del soggetto che acquista, e il debito ipotecario:

$$V = S + DI$$

¹⁶ Il finanziamento degli investimenti può essere diretto (utilizzando capitale proprio) o indiretto (ricorrendo al capitale di debito). La leva finanziaria (o semplicemente "leverage"), in generale, misura il peso della componente di debito sul capitale totale disponibile. Lo scopo è quello di permettere altri impieghi del capitale proprio e, quindi, entro certe condizioni (dovute ai diversi tassi di interesse e di rendimento), ottenere un patrimonio netto più elevato. Ovviamente, ciò implica, da un lato, la possibilità di ottenere un guadagno maggiore rispetto a quello derivante da un investimento diretto; dall'altro lato, il rischio di perdite molto più elevate.

Il *Loan to Value ratio* aumenta, ad esempio, quando i proprietari di case rifinanziano il loro debito e sfruttano il loro patrimonio immobiliare ottenendo un secondo mutuo o un prestito avente la casa come garanzia (*home equity loan*). Un rapporto di 1 indica una leva finanziaria del 100%, mentre un valore del rapporto superiore a 1 implicherebbe un patrimonio immobiliare netto negativo.

4. Altri indicatori del mercato immobiliare (*Housing ownership and rent measures*)

Tasso di proprietà della casa (*homeownership rate*)

Il tasso di proprietà della casa misura la percentuale di famiglie che possiedono una casa di proprietà. Intuitivamente, tale percentuale tende ad aumentare con l'aumento del reddito delle famiglie. Inoltre, i governi spesso adottano misure quali tagli fiscali o finanziamenti agevolati per incoraggiare e facilitare la proprietà della casa. Se un aumento della proprietà della casa non è sostenuto da un aumento dei redditi, può significare che i mutui per la casa vengono concessi più liberamente anche ai mutuatari con scarso credito, i cosiddetti mutui *sub-prime*.¹⁷ Pertanto, un elevato tasso di proprietà della casa combinato con un aumento dei prestiti *sub-prime* potrebbe segnalare livelli di debito più elevati e più rischiosi.

Rapporto prezzo della casa / affitto (*house price-rent ratio*)

Il rapporto prezzo della casa / affitto è dato dal rapporto tra il prezzo di vendita medio o mediano delle proprietà comparabili (*HP*) e il reddito da locazione annuo dei comparabili (stimato moltiplicando la rendita mensile (*RM*) per 12):

$$\text{House Price / Rent ratio} = \frac{HP}{RM \cdot 12}$$

Tale rapporto misura il costo medio della proprietà della casa diviso per il reddito da affitto ricevuto (se si acquista per affittare) o il canone di locazione stimato che verrebbe pagato in caso di affitto (se si acquista per abitare). Se basso, tale indicatore è positivo per l'acquirente perché vuol dire che la casa costa poco in relazione alle potenziali entrate che offre.

Considerando la rendita netta (la rendita lorda al netto dei costi operativi relativi alla proprietà, quali costi di manutenzione, assicurazione, tasse e costi di gestione dell'immobile), un basso valore dell'indice implica un **saggio di capitalizzazione** (*sc*) elevato:¹⁸

$$sc = \frac{RM_{netta} \cdot 12}{HP}$$

Considerando il reddito da locazione annuo lordo, invece, un basso valore dell'indice corrisponde ad un basso moltiplicatore del reddito lordo (**Gross Income Multiplier**):

$$\text{Gross Income Multiplier} = \frac{HP}{RM_{lorda} \cdot 12}$$

¹⁷ Il mutuo *sub-prime* è un mutuo che viene concesso a soggetti caratterizzati da una limitata capacità economico-finanziaria (il prefisso *sub-* fa proprio riferimento alla condizione non ideale o sub-ottimale per i mutuatari). Tenuto conto del maggior grado di rischio implicito nel suddetto rapporto creditizio, il mutuo *sub-prime* è ovviamente gravato da un tasso d'interesse più elevato e da maggiori oneri per il mutuatario.

¹⁸ Il saggio di capitalizzazione è dato dal rapporto tra rendita netta e prezzo della casa, mentre il moltiplicatore della rendita lorda è pari al rapporto tra prezzo della casa e rendita lorda. Per dettagli si veda Iacobini e Lisi (2015).

Un discorso analogo ma inverso può essere fatto in caso di un alto valore dell'indice.

È evidente che tra l'affitto ed il prezzo della casa deve esistere un legame molto stretto (rappresentato appunto dal saggio di capitalizzazione o dal moltiplicatore del reddito da locazione lordo), per cui valori esageratamente alti o esageratamente bassi dell'indicatore *house price-rent ratio* denotano situazioni "anomale", precisamente di mercato immobiliare "sopravvalutato" (nel primo caso, quando il prezzo risulta esageratamente alto rispetto alla rendita) o "sottovalutato" (nel caso contrario). Gli affitti e i prezzi delle case, proprio come tutte le altre variabili economiche, sono strettamente legati ai fondamentali della domanda e dell'offerta. Pertanto, un rapido aumento dei prezzi delle abitazioni, combinato con un mercato degli affitti "piatto" può segnalare l'inizio di una bolla immobiliare.¹⁹

In alcuni casi, viene usato il rapporto tra il prezzo della casa e tutti i suoi potenziali guadagni (per esempio, in termini di plusvalenze) e non soltanto la rendita (il cosiddetto *house price-to-earnings ratio*). Si tratta di una misura alternativa al rapporto prezzo-rendita, meno semplice da calcolare ma più accurata. Normalmente, viene utilizzato il rapporto prezzo-rendita, dal momento che per una casa in affitto i principali potenziali guadagni sono rappresentati dalla rendita di mercato.

Il tasso di occupazione degli alloggi (occupancy rate)

Il tasso di occupazione degli alloggi (*or*) è il numero di unità immobiliari occupate (*UO*) diviso per il numero totale di unità immobiliari (*OT*) in una data regione (per gli immobili commerciali, di solito è espresso in termini di area come metri quadrati per diversi tipi/categorie di edifici):

$$or = \frac{UO}{OT}$$

Accanto al tasso di occupazione degli alloggi viene calcolato anche il tasso di posti vacanti (***vacancy rate***). Il **tasso di posti vacanti** (*vr*) è, ovviamente, il reciproco del tasso di occupazione degli alloggi:

$$vr = 1 - or = \left(\frac{OT - UO}{OT} \right)$$

Un basso tasso di occupazione degli alloggi implica che il mercato immobiliare si trova in uno stato di eccesso di offerta causato dalla costruzione e dall'acquisto a fini speculativi. In questo caso, quindi, i valori di domanda e offerta possono essere fuorvianti.

Una serie di altri utili indicatori è la seguente:

- **Numero di compravendite**

- **Vendite di case esistenti (*Existing Home sales*)**

Le vendite di case esistenti, che comprendono case unifamiliari, case a più piani in un complesso residenziale, condomini e cooperative, sono basate sulla firma di un contratto di vendita (o in alcuni casi sull'accettazione di un deposito).

- **Vendite di case nuove (*New Home sales*)**

¹⁹ Bisognerebbe anche aggiungere in caso di mercato efficiente. Possono esservi infatti ragioni istituzionali – per esempio equo canone o tempi di esecuzione dello sfratto – che possono far deviare o rendere meno indicativa la relazione prezzi proprietà-canone di locazione.

Una casa di nuova costruzione è considerata venduta quando un contratto di vendita è stato firmato o un deposito accettato, anche se questo si verifica prima che la costruzione sia effettivamente iniziata.

- **Vendite di case ai “First Time Buyers”**

Somma delle vendite di case nuove ed esistenti relative ai cosiddetti “first time buyers”, cioè persone che comprano casa per la prima volta (non avendo, quindi, case da vendere o in vendita e non avendo in precedenza posseduto una casa). Solitamente, si procede ad una stima della quota di “first time buyers” (sulle base delle vendite precedenti) che viene poi moltiplicata per la somma totale delle case vendute.

• **Nuove costruzioni (*House starts oppure new construction*)** distinte per:

- totale
- singola famiglia, singola unità familiare
- multifamiliare

Si parla di nuova costruzione quando inizia lo scavo per le fondamenta di un edificio. Le nuove costruzioni comprendono anche unità completamente ricostruite su fondamenta già esistenti.

• **Offerta unità abitative (*housing supply*)**, quantità del patrimonio abitativo (*housing stock*) suddiviso in:

- Case nuove in vendita
- Case esistenti in vendita
- Unità abitative vacanti fuori dal mercato. Le unità vacanti possono essere fuori dal mercato per una serie di motivi (ad esempio, l'uso occasionale da parte dei proprietari residenti altrove).

• Patrimonio immobiliare dei proprietari di case (***Homeowners' equity***), vale a dire il valore totale della proprietà meno il debito ipotecario in sospeso.

• Tassi di mutuo (in particolare con riferimento al mutuo a tasso fisso a 30 anni).

• Numero di mutui ipotecari concessi (***Mortgage lending***).

• Numero di mutuatari “underwater” (***Underwater mortgages***). Generalmente un mutuo è considerato *underwater* (“sott'acqua”) quando il valore della casa è inferiore al capitale ipotecario iniziale. A seconda della diminuzione del valore della casa dal momento dell'acquisto, il mutuatario può anche non avere *equity* o avere *equity* negativo. L'*equity* su una casa è il valore di una proprietà ipotecata dopo la deduzione delle spese a suo carico, ed è quindi associato al valore della casa rispetto al saldo pagato o versato. Ad esempio, un mutuatario con un mutuo di € 250.000 che vede il valore della sua casa diminuire a € 225.000 è considerato un mutuatario “underwater”. Se, però, il mutuatario ha pagato metà del capitale ipotecario iniziale, vale a dire € 125.000, allora si ritiene che abbia un *equity* positivo di € 100.000.²⁰

• Numero di pignoramenti immobiliari (numero di proprietà ipotecate in cui si verifica la mancata restituzione del mutuo da parte del mutuatario).

• Peso del settore delle nuove costruzioni sul PIL.

• Edilizia residenziale (***Residential construction***). Numero di permessi di edilizia residenziali rilasciati.

• Permessi di edilizia residenziali rispetto ai cambiamenti nei numeri delle famiglie (***Residential building consents & changes in household numbers***).

²⁰ Equity = valore proprietà (compreso di eventuali variazioni) – saldo già pagato = 225.000 – 125.000 = 100.000.

- Rapporto tra il valore del terreno e il valore dell'immobile (**Land to Value ratio**) che esprime il valore del terreno come percentuale del valore dell'immobile.
- Rapporto tra i volumi di vendita delle abitazioni ed il totale degli immobili residenziali (**Trading volume to Housing stock ratio**) che esprime i volumi di vendita di abitazioni in percentuale del totale di abitazioni residenziali.
- Spesa in costruzioni (**Construction spending**). Tale indicatore riporta l'attività di spesa di costruzione, ripartita per spesa residenziale e non residenziale, oltre che per spesa pubblica e privata.

Conclusioni

Il lavoro ha passato in rassegna i principali indicatori del mercato immobiliare (*housing market indicators*). Si è iniziato dapprima con quello più conosciuto ed utilizzato in ambito economico-finanziario, vale a dire l'indice dei prezzi, per poi passare agli indici di accessibilità dell'alloggio e alle misure di debito immobiliare.

Nonostante lo studio del mercato immobiliare sia ormai riconosciuto come fondamentale nelle analisi economico-finanziarie, molti dei suoi indicatori sono sottovalutati o poco utilizzati. Si spera, pertanto, che questo lavoro possa contribuire ad un maggiore utilizzo di tali indicatori, soprattutto con riferimento al mercato immobiliare italiano. Uno step di lavoro successivo, infatti, è capire quali dei molteplici indicatori passati in rassegna possono essere concretamente ed efficacemente utilizzati per l'analisi del mercato immobiliare italiano, tenuto conto dei dati disponibili nel sistema informativo immobiliare gestito dall'Agenzia delle Entrate.

In particolare, alcuni degli indicatori presentati potrebbero assumere una particolare rilevanza nell'ambito del progetto in corso presso la Direzione Centrale Servizi Estimativi e Osservatorio Mercato Immobiliare (DC SEOMI) denominato "Analisi delle operazioni di Sviluppo immobiliare". Tale progetto ha tra i suoi principali obiettivi quello di reperire indicazioni sempre più specifiche e dettagliate sull'andamento del mercato immobiliare delle nuove costruzioni.

Riferimenti bibliografici

- Bank for International Settlements and International Monetary Fund (2003), *Real Estate Indicators and Financial Stability*. Conference proceedings, Washington DC, il 27–28 October.
- Del Giudice V., e D'Amato M. (a cura di) (2008), *Principi metodologici per la costruzione di indici dei prezzi nel mercato immobiliare*, Maggioli Editore, 2008.
- Downs D. e Slade B. (1999), Characteristics of a Full-Disclosure, Transaction-Based Index of Commercial Real Estate, *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 1999, 5, 95-104.
- Fama E. (1970), Efficient Capital Markets: A Review of the Theory and Empirical Work, *Journal of Finance*, 25, 2, 383-417.
- Fama E. (1998), Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance, *Journal of Financial Economics*, 49, 2, 283-306.
- Fan K, and Peng W. (2005), *Real estate indicators in Hong Kong SAR*. BIS Papers No 21.
- Heath R. (2005), *Real estate prices as financial soundness indicators*. BIS Papers No 21.
- Iacobini M., e Lisi G. (2015), *Alla ricerca del saggio di capitalizzazione*, Quaderni dell'Osservatorio – Appunti di Economia immobiliare, anno IV, numero unico, dicembre.
- International Monetary Fund (2003), "Financial soundness indicators - background paper", Monetary and Financial Systems and Statistics Departments, IMF, May.
- ISTAT (2012), Prezzi delle abitazioni. Nota metodologica (disponibile al seguente link: https://www.istat.it/it/files//2012/10/NM_prezzi_delle_abitazioni.pdf)
- Maurer R., Pitzer M., e Steffen Sebastian S. (2004), Hedonic price indices for the Paris housing market, *Allgemeines Statistisches Archiv*, 88, 303-326.
- Minsky H. (1964), Financial Crisis, Financial Systems and the Performance of the Economy, in *Commission on Money and Credit Private Capital Markets*. Englewood Cliffs, N.J.
- Minsky H. (1968), The Crunch and Its Aftermath, *Bankers' Magazine*.
- Minsky H. (1982), *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*. M.E. Sharpe.
- Pettinger T. (2018), *What would Keynes do? How the greatest economists would solve your everyday problems*, Cassell illustrated, Octopus Publishing Group Ltd.
- Pettinger, T. (2017), How the housing market affects the economy, July 26, 2017.
- S&P Dow Jones Indices: Index Methodology, *S&P CoreLogic Case-Shiller Home Price Indices*, April 2018.
- Scenari Immobiliari (2018), *I servizi immobiliari in Italia e in Europa*.
- Tu, M. C. (2010), *The impact of mortgage interest-rate subsidy policy on the stock price performance of construction companies*, National Chiao Tung University, Taiwan: Hsinchu City.
- U.S. Department of Housing and Urban Development (2018), *Housing Market Indicators*.

Commenti e Riflessioni

Intervista al dott. Luca Dondi Dall'Orologio (Nomisma): il mercato residenziale

*intervista di Gianni GUERRIERI**
*al dr. Luca DONDI DALL'OROLOGIO***

L'occasione per questa intervista nasce dalla volontà di approfondimento dei fenomeni in corso sul mercato residenziale, a seguito dell'analisi compiuta sul ventennio trascorso nel lavoro pubblicato in questo stesso numero dei Quaderni.¹

Tra i diversi importanti centri di studio, consulenza e ricerca operanti in Italia che si occupano di *real estate*, sicuramente rientra NOMISMA, società di studi economici, che nel tempo si è sempre più specializzata sui temi dell'immobiliare.

Abbiamo perciò chiesto la cortesia al dr. Luca Dondi dall'Orologio, amministratore delegato di NOMISMA, di rispondere ad alcune domande sull'attualità del mercato immobiliare e sulle sue possibili evoluzioni, cercando di comprendere anche, alla luce delle ricerche e studi condotti, se la domanda di abitazioni riesce ad essere soddisfatta dai meccanismi di mercato o se esistono famiglie che non riescono ad accedere al bene abitazione.

L'intervista stimola ad ulteriori approfondimenti e indica spunti di riflessione da indagare ed analizzare.

D. Il mercato residenziale, dal punto di vista delle quantità delle unità abitative compravendute e del corrispondente ammontare monetario, è in ripresa dal 2014. Sul fronte dei prezzi per unità di superficie, invece, a differenza del resto dei paesi europei, si è registrata in particolare dal 2012 una discesa significativa, attorno a -16% dal 2010 secondo i dati ISTAT. Quali sono i principali motivi di questo andamento contrastante?

R Secondo il preconsuntivo Nomisma, il 2018 si chiuderà con un ulteriore incremento delle compravendite (+5,6% sul 2017) per un totale di circa 573 mila immobili, che rappresentano l'1,6% del patrimonio abitativo. Ancora una volta al dinamismo delle transazioni non ha fatto riscontro un'analogia tendenza dei valori che hanno, invece, continuato a flettere anche nel secondo semestre dell'anno, in media dello 0,9% annuale per i 13 maggiori mercati italiani.

La perdurante debolezza dei prezzi rappresenta la risultante di retaggi del passato (sopravvalutazioni) e fragilità correnti (composizione della domanda e dipendenza da mutuo). La rigidità iniziale a fronte del drastico cambiamento di contesto causato dalla crisi ha, infatti, compromesso le possibilità di rimbalzo, finendo inevitabilmente per allungare a dismisura i tempi per l'approdo al punto di inversione ciclica. Ancora oggi, permangono squilibri tra aspettative dell'offerta e disponibilità della domanda, che nemmeno la massiccia impennata di quest'ultima è stata in grado di annullare.

D. Ora che i prezzi delle abitazioni sono diminuiti, i tassi di interesse sui mutui sono ancora relativamente bassi e l'accesso al credito non è più critico come nel biennio 2012-2013, è cambiata la propensione delle famiglie all'acquisto dell'abitazione?

R L'indagine sulle famiglie 2018 stima in 2,6 milioni le famiglie attualmente in cerca di un'abitazione, o che intendono attivarsi nei prossimi 12 mesi, per un mercato potenziale quantificato in 436,9 miliardi di euro. La ritrovata agibilità del canale creditizio ha rappresentato un fattore decisivo nella ripresa della propensione all'acquisto della componente in cerca di prima casa o di miglioramento della condizione abitativa, consentendo di esplicitare il fabbisogno compresso nel corso della lunga crisi. Inoltre, il 15,4% delle

* Direttore della Direzione Centrale Servizi stimativi e Osservatorio mercato immobiliare, Agenzia delle Entrate, gianni.guerrieri@agenziaentrate.it

** Amministratore delegato di NOMISMA

¹ Vedi articolo *Il ciclo del mercato residenziale, le differenze per struttura di mercato e il ruolo del credito*.

manifestazioni di interesse all'acquisto dell'abitazione (circa 400 mila famiglie) sembra motivato da scelte di investimento; nel 2017 tale componente pesava per appena il 6,1%. Questo aumento di domanda è spinto dalla migliore convenienza economica – anche se spesso solo percepita – del mercato immobiliare e dalla mancanza di valide opportunità di investimento alternativo.

D Date le attuali condizioni di mercato, sopra richiamate, esiste una parte della domanda che si propone sul mercato per l'acquisto che non trova comunque soddisfazione? E se sì quali sono le principali ragioni

R Esiste una quota non trascurabile di domanda che non riesce ad accedere alla proprietà. La ragione principale del mancato approdo va ricercata nella maggior parte dei casi nell'impossibilità di ottenere supporto dal sistema creditizio. Nonostante l'allentamento della selettività, le banche non sono più disposte a correre rischi di insolvenza confidando sulla capacità di copertura delle ipoteche immobiliari. Ciò comporta la richiesta di condizioni reddituali e garanzie da parte di coobbligati talvolta non alla portata di una quota di famiglie presenti sul mercato con l'intento di acquistare.

D Quale è stata la dinamica sul mercato della locazione di abitazioni negli ultimi anni?

R A fare da contraltare alla stagnazione dei prezzi si registra una maggiore vitalità del segmento locativo, le cui quotazioni nei mercati più rilevanti come Milano o Firenze hanno ripreso a crescere già da alcuni semestri. Un effetto dovuto, soprattutto nelle grandi città, alla diffusione di soluzioni di affitto breve o transitorio in favore della componente di utilizzo temporaneo (turistico, professionale e sanitario).

I vantaggi per i soggetti proprietari sono evidenti sul piano della redditività e dei minori rischi di inadempienze, ma la portata di tale fenomeno produce allo stesso tempo effetti di spiazzamento della domanda tradizionale (famiglie e studenti) che si è trovata improvvisamente a fronteggiare un aggravio in termini di onerosità non riconducibile all'evoluzione dei redditi.

D Alla luce dei dati a vostra disposizione, può fornirci un quadro previsionale sul mercato residenziale delle proprietà e delle locazioni?

R Il mercato appare tuttora positivamente orientato ma i segnali di rallentamento registrati negli ultimi mesi impongono una riflessione in merito alle ricadute reali delle strategie di politica economica oggi in discussione. Un eventuale irrigidimento delle condizioni di accesso al settore creditizio, sia in termini di onerosità che di selettività, finirebbe per indebolire ulteriormente le prospettive di risalita del mercato immobiliare.

L'incidenza delle compravendite assistite da finanziamento (non necessariamente ipotecario sull'immobile oggetto di transazione) sul totale delle compravendite effettuate è infatti passata in pochi anni dal 43,8% al 59,8%, con le erogazioni attestata sui 50 miliardi di euro (dopo essere scivolata poco sopra i 20 miliardi nel 2012-2014).

Sul fronte della locazione, per i prossimi 12 mesi, le rilevazioni evidenziano un aumento delle famiglie intenzionate a prendere in affitto un'abitazione, con oltre 2 milioni di nuclei già sul mercato o che intendono attivarsi, per un valore complessivo potenziale annuo di fatturato del settore nell'ordine di 11,3 miliardi di euro.

D Per diversi anni si è discusso di housing sociale per rispondere all'esigenza di abitazioni a prezzi accessibili per famiglie e comunque remunerativi per i proprietari. Qual è la situazione oggi?

R Negli ultimi dieci anni la domanda di affitto ha subito profonde modificazioni a causa di alcune nuove dinamiche intercorse: da una parte i lunghi anni di crisi economica hanno ridotto la capacità di spesa delle famiglie, dall'altra la precarietà del lavoro per le generazioni più giovani, una nuova cultura della mobilità lavorativa, il minore attaccamento dei giovani adulti alla proprietà del bene casa, la preferenza a vivere nelle città, ben infrastrutturate dal punto di vista di servizi e opportunità, ma con mercati della locazione meno accessibili dal punto di vista economico.

In alcuni contesti territoriali l'offerta di locazione a canone concordato rappresenta una risposta alla domanda espressa dalla cosiddetta "fascia grigia", in altri è presente una quota ancora troppo esigua di Edilizia residenziale sociale (ERS) normata dal Piano Casa del 2009.

Il sistema dei fondi immobiliari e, in particolare, il contributo di Cassa depositi e prestiti hanno favorito un ampliamento dell'offerta in misura non trascurabile, ancorché non sufficiente a colmare un gap strutturale di proporzioni che rimangono tuttora decisamente consistenti.

Il patrimonio residenziale sfitto, gli incagli delle banche, i cantieri non ultimati, se opportunamente gestiti potrebbero rappresentare strumenti di *housing* sociale in grado di fare fronte a parte dell'elevato fabbisogno.

D Esiste il tema del disagio abitativo con riferimento sia a condizioni fisiche dell'abitazione occupata, sia con riferimento alla non accessibilità tout court al bene casa. Si ha una dimensione quantitativa del fenomeno?

R Nel nostro Paese sono presenti oltre 900.000 alloggi di proprietà pubblica di cui 700.000 in gestione alle Aziende casa. Nell'insieme si tratta di una componente che rappresenta il 4% dello stock abitativo complessivo del Paese. Un patrimonio oggi insufficiente per dare risposta a una richiesta di alloggi sociali in continuo aumento: Nomisma ha stimato in 4 milioni le famiglie in affitto fuori dall'Edilizia residenziale pubblica (ERP) di cui 1,7 milioni in condizioni di disagio economico da locazione, di cui 1,2 milioni che vivono in condizione di "disagio economico acuto".

L'ampliamento dello stock di alloggi ERP e ERS, lodevolmente perseguito in molte realtà territoriali nell'ultimo decennio, ha dato una risposta solo parziale in termini di capacità di risposta e comunque limitata alla sola fascia grigia e non a quella più fragile della domanda. L'inerzia che storicamente caratterizza la gestione di una parte significativa del sistema ERP fa sì che tale opzione non risponda al requisito di temporaneità che dovrebbe caratterizzare il supporto, finendo per favorire un'allocazione non ottimale delle risorse residenziali pubbliche.

Con riferimento alle condizioni fisiche dell'abitazione, si rileva una situazione di inadeguatezza tutt'altro che circoscritta. Sono infatti ben l'11% le famiglie che vivono in un'abitazione non idonea, ma che per ragioni economiche non sono nelle condizioni di migliorare la propria condizione.