

\*Gianni Guerrieri

## Cicli immobiliari e credito erogato: un'analisi empirica del segmento delle abitazioni acquistate con il mutuo

DOI: 10.14609/Ti\_1\_17\_1i

**Parole chiave:** cicli economici, prezzi delle abitazioni, politiche macroprudenziali, mercati locali, variabili finanziarie, diversità territoriale.

**Abstract** L'articolo intende descrivere con riguardo alle compravendite di abitazioni acquistate con mutuo e sulla base dei dati disponibili all'Osservatorio del mercato immobiliare dell'Agenzia delle entrate, le relazioni tra le principali variabili afferenti il mutuo (numero di abitazioni acquistate con mutuo, valore di scambio di tali abitazioni, capitale erogato, tasso di interesse), il ciclo immobiliare dell'ultimo decennio e alcune caratteristiche dei mercati residenziali a livello territoriale. In generale, si può affermare che nonostante l'evidenza di alcune forti uniformità dovute a fenomeni macroeconomici (concorrenza nel mercato bancario, politiche delle banche centrali e interconnessione sempre più forte tra i mercati finanziari dei diversi paesi) permangono diversità strutturali (più o meno intense) connesse alle caratteristiche territoriali e locali. Se, dunque, l'andamento nel tempo di alcune variabili cruciali relativamente ai mutui (l'incidenza degli acquisti con mutui sul totale degli acquisti di abitazioni, il *loan to value*, il tasso di interesse) si manifesta in termini relativamente omogenei, l'analisi per caratteristiche territoriali (principalmente: classi di dinamica di mercato, classi demografiche dei comuni, area geografica), mostra sovente uno specifico ordinamento di tali variabili per caratteristica territoriale.

\* Direttore centrale Osservatorio mercato immobiliare e servizi estimativi dell'Agenzia delle entrate.

## INTRODUZIONE

In seguito alla grande recessione del 2008-2009, innescata, come è noto, dagli squilibri sul mercato immobiliare statunitense, gli organismi internazionali (FMI, OCSE, BCE, EUROSTAT) hanno iniziato a tenere sotto osservazione in modo più sistematico ed organico gli andamenti del mercato immobiliare, in particolare di quello residenziale che, ovunque, rappresenta la quota principale degli scambi immobiliari.

Da allora ha preso corpo una ampia riflessione su quelle che sono state denominate “politiche macro-prudenziali”, con riferimento in particolare al settore del finanziamento degli acquisti di abitazioni e delle imprese che operano nel settore delle costruzioni.

La logica di tali politiche è quella di intervenire con strumenti che evitino, in presenza di un surriscaldamento del mercato, in particolare dal lato dei prezzi delle abitazioni, pratiche creditizie che acquisiscano i rischi di sovraesposizione del settore finanziario-creditizio verso il settore immobiliare. In effetti, andamenti crescenti dei prezzi, implicano, *rebus sic stantibus*, maggiori erogazioni di capitale di debito e rischi di tenuta del valore dei collateralizzati dati in garanzia, qualora, per qualsiasi fattore esogeno, i prezzi dovessero invertire di segno ed iniziare a ridursi.

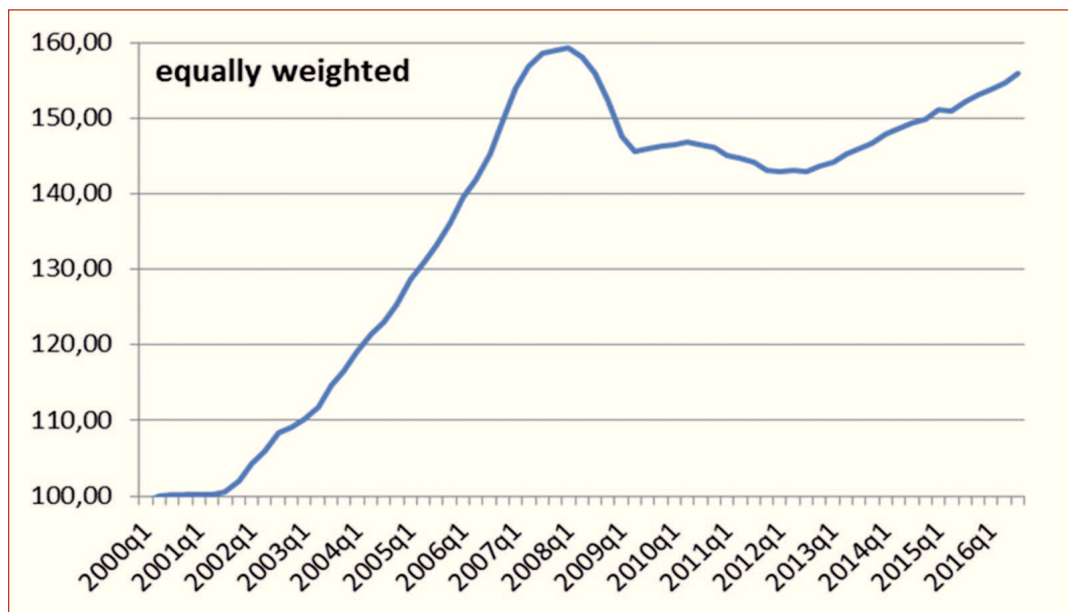
Gli strumenti utilizzabili dalle Autorità di sorveglianza per le politiche macro-prudenziali, al netto di varianti e combinazioni, sono sostanzialmente di tre tipi:

- interventi volti a porre limiti al *loan to value* ammissibile (LTV), ovvero alla quota di credito erogabile rispetto al valore dell’abitazione offerto in garanzia;
- interventi volti a stabilire il rapporto ammissibile tra l’importo della rata dovuta per la restituzione del debito e il reddito disponibile del richiedente il credito (*debt-service-to income*, DSTI);
- interventi *sectoral capital requirements* (SCR) volti a vincolare la possibilità di erogare credito per taluni settori – razionamento – innalzando i coefficienti di capitale necessari a fronte di tali esposizioni settoriali.

Le politiche macro-prudenziali hanno sostanzialmente il fine di contenere l’ammontare di credito erogato dalle banche e, per questa via, di ridurre la domanda sul mercato immobiliare e conseguentemente calmierare la crescita dei prezzi. In ogni caso, l’obiettivo principale è quello di ridurre la crescita dell’esposizione delle banche per attenuare i rischi derivanti da inversioni traumatiche del ciclo dei prezzi e del mercato immobiliare.

Al di là della efficacia o meno di simili strumenti rispetto agli obiettivi, la loro effettiva possibilità di utilizzo richiede quale *pre-requisito* una piena conoscenza e informazione sui dati del mercato immobiliare. Dopo la crisi, come si è già accennato, le istituzioni internazionali e le Banche centrali hanno iniziato a tenere sotto più stretta osservazione i mercati immobiliari. In Europa, per esempio, l’EUROSTAT ha elaborato metodi, condivisi tra i diversi istituti di statistica nazionali, per l’elaborazione dell’Indice dei prezzi delle abitazioni, pubblicato in Italia dall’ISTAT con una serie storica che parte dal 2010.

Il FMI pubblica trimestralmente il *Global Real House Index*. La Figura 1 riporta tale indice dal primo trimestre 2000 al terzo trimestre 2016.



**Figura 1** Prezzi delle abitazioni, indice globale FMI - Fonte: FMI, GLOBAL HOUSING WATCH, gennaio 2017

Come si può notare, tra il 2001 e il primo trimestre del 2008 si è assistito a livello internazionale ad una crescita esponenziale del livello dei prezzi medi delle abitazioni. Con l'insorgere della crisi nel corso del 2008 i prezzi, a livello globale, si sono ridotti repentinamente (-8% circa fino al terzo trimestre 2009 e poi un ulteriore 2% circa fino al 2012, per una riduzione complessiva del 10% circa). Dal 2013 si assiste ad una ripresa costante dell'indice dei prezzi, tale da riportarlo quasi a livelli pre-crisi. Questi andamenti non sono però omogenei. Il FMI individua,<sup>1</sup> infatti, tre gruppi di paesi:

- quelli *gloom* (nelle "tenebre") che ancora mostrano una discesa dei prezzi; si tratta di 18 paesi (tra cui il Brasile, la Cina, la Russia e tra quelli principali europei la Finlandia, la Francia, la Grecia, l'Italia, l'Olanda, la Polonia e la Spagna);
- quelli *bust and boom* ("declino e ripresa") che hanno registrato un rimbalzo dei prezzi dal 2013 dopo un forte calo nel periodo di crisi; si tratta anche in questo caso di 18 paesi (tra cui gli USA, il Giappone, la Nuova Zelanda e tra quelli principali europei il Regno Unito, la Germania, la Danimarca, l'Ungheria e il Portogallo);
- quelli, infine, *boom* ("espansione") che hanno subito una modesta riduzione dei prezzi nel periodo di crisi seguita da un rapido rimbalzo positivo dei prezzi nei periodi successivi (si tratta di 21 paesi, tra cui l'Australia, il Canada, l'India, Israele, la Corea del Sud, e tra quelli europei Austria, Belgio, Norvegia, Svezia e Svizzera).

<sup>1</sup> Cfr. FMI, GLOBAL HOUSING WATCH Novembre 2016 e I trimestre 2017, rispettivamente in <http://www.imf.org/external/research/housing/report/pdf/1116.pdf> e [http://www.imf.org/external/research/housing/report/pdf/Q1\\_2017.pdf](http://www.imf.org/external/research/housing/report/pdf/Q1_2017.pdf).

Nella Figura 2 è riportato l'indice dei prezzi al netto dell'inflazione delle abitazioni per i tre diversi gruppi, da cui ben si comprendono le diverse dinamiche dei prezzi che, in media, hanno contraddistinto ciascun gruppo.

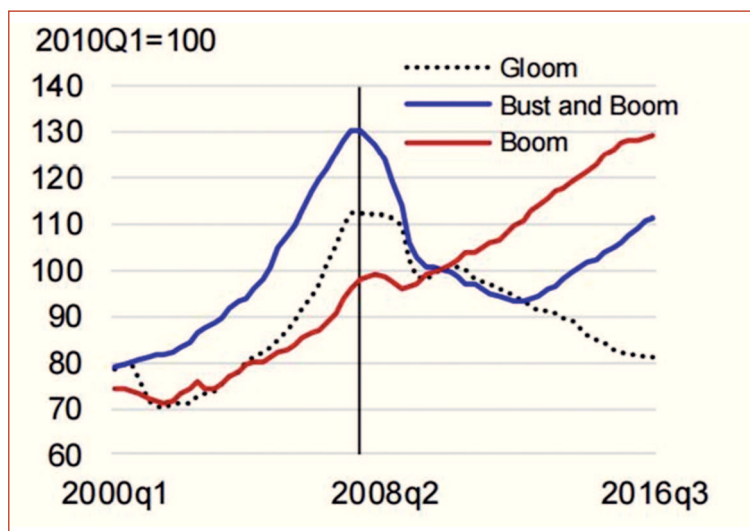


Figura 2 Indice dei prezzi reali per gruppi di paesi - Fonte: FMI, GLOBAL HOUSING WATCH, gennaio 2017

Molti Paesi hanno operato nel corso degli anni politiche macro-prudenziali. La Figura 3 riporta il numero di Paesi che in ciascuno dei tre gruppi<sup>2</sup> hanno attivato i diversi strumenti, cui sopra si è accennato, di tali politiche.

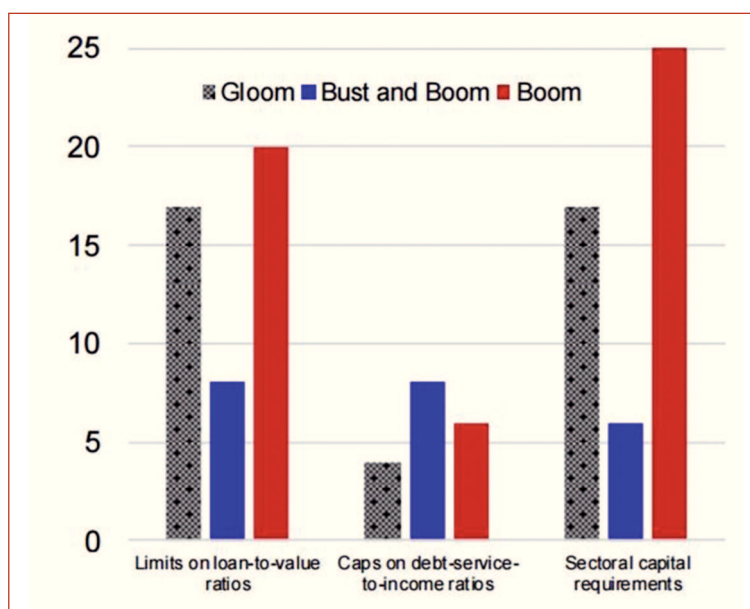


Figura 3 Numero di politiche macroprudenziali implementate - Fonte: FMI, GLOBAL HOUSING WATCH Novembre 2016

<sup>2</sup> FMI, GLOBAL HOUSING WATCH, novembre 2016; op. cit.

Le politiche macro-prudenziali sono state attuate principalmente nei paesi “boom” e hanno utilizzato principalmente gli strumenti SCR e LTV.

Questo quadro generale, seppure utile per comprendere le dinamiche globali del mercato residenziale e i sottostanti eventuali rischi sistemici derivanti dall'erogazione di credito in condizioni di *stress* del mercato, nondimeno fornisce a nostro avviso un quadro parziale. Per esempio per l'Italia la decrescita incisiva dei prezzi, diversamente da molti paesi, non è intervenuta immediatamente allo scoppio della crisi, ma si è manifestata principalmente a partire dal quarto trimestre 2011. Si è avuto quindi un discreto *lag* temporale. Ovviamente l'eventuale ripresa, avverrà probabilmente con un certo ritardo. Quel che sta accadendo nel nostro paese, però, è che dal 2015 ed in particolar modo lo scorso anno, è tornato a crescere il numero di abitazioni acquistate. Ciò ha comportato un aumento del valore complessivo degli scambi (“fatturato”), ovvero il totale dell'ammontare monetario che circola nel mercato residenziale.

Questo aspetto fa riflettere sul fatto che probabilmente l'informazione sul mercato oggi disponibile per tutti i paesi non è ancora sufficiente: non basta cioè monitorare l'andamento dei prezzi unitari (per unità di superficie). Occorrerebbero informazioni sulle quantità scambiate e conseguentemente sul “fatturato” e sul peso del flusso di capitale creditizio erogato su tale “fatturato” (fa differenza se la domanda sul mercato dipende esclusivamente dal credito o ha una componente “autonoma” dipendente sostanzialmente dal risparmio accumulato).

In secondo luogo, il mercato immobiliare, per sua natura, se riflette fenomeni addirittura globali (tassi di interesse, cicli economici, ecc.), nondimeno ha una componente fortemente locale, *sub* nazionale, e riflette una duplice domanda: di investimento e di soddisfazione di un bisogno primario (l'abitare *sic et simpliciter*). Questo lo rende particolarmente difficile da “gestire” con politiche macro, per i diversi impatti distributivi e territoriali che queste possono avere.

Per fare un esempio, un eventuale intervento volto alla riduzione del *loan to value*, implica che a parità di valore di acquisto dell'abitazione il credito ottenibile si riduce. Ciò ha ovvie ripercussioni in termini di effetti distributivi perché inevitabilmente può rendere meno accessibile l'acquisto per le famiglie meno ricche (con meno risparmi) e non è detto che comporti una riduzione della domanda (se si deve comunque far fronte in qualche modo ad un bisogno primario). Tale problematica è ancor più incidente se si agisse mediante una variazione in termini di SDTI, per cui si richiede al mutuatario, a parità dell'ammontare monetario della rata, la disponibilità di un maggiore reddito disponibile corrente (o atteso). Inoltre, dal punto di vista territoriale, non è detto che gli andamenti dei prezzi siano ovunque “critici”. In Italia, per esempio, nei grandi mercati (15 città in tutto che rappresentano circa il 30% del “fatturato” 2000-2015), il ciclo dei prezzi fino al 2012 ha mostrato una crescita enorme, differentemente dai comuni più piccoli. Anche in questo caso, le politiche macro-prudenziali avrebbero impatti eccessivi anche sui territori meno “critici”.<sup>3</sup>

Per questa ragione è possibile che le politiche macro-prudenziali, volte comunque a stabilizzare i mercati per rendere meno rischiose le esposizioni bancarie, dovrebbero munirsi anche di altri strumenti, oltre di quelli di natura propriamente creditizia, che agiscano sulla domanda e sull'offerta per ottenere lo stesso obiettivo di stabilizzazione.

<sup>3</sup> Sia consentito il rinvio, per questi aspetti e in generale sull'analisi degli andamenti del mercato immobiliare italiano, a G. Guerrieri, *Livello e andamento dei valori di mercato e dei valori catastali (2000-2015)* in Quaderni dell'Osservatorio 2016, in [http://www1.agenziaentrate.gov.it/documentazione/omi\\_quaderni/Quaderni\\_2016r.pdf](http://www1.agenziaentrate.gov.it/documentazione/omi_quaderni/Quaderni_2016r.pdf)

## OBIETTIVI E ARTICOLAZIONE DEL PRESENTE LAVORO

Nell'ambito dei nuovi compiti che il legislatore italiano ha inteso recentemente attribuire all'Osservatorio del mercato immobiliare<sup>4</sup> (OMI), dell'Agenzia delle entrate rientra anche quello di fornire informazioni statistico-economiche e collaborare, in tal senso, con l'autorità preposta alla vigilanza macroprudenziale.<sup>5</sup>

Questo quadro ha indotto l'OMI a sviluppare alcuni iniziali approfondimenti in ordine alla relazione tra il ciclo immobiliare registrato in Italia e il credito erogato, mediante mutui ipotecari, per l'acquisto di abitazioni da parte delle persone fisiche in Italia.<sup>6</sup>

Il presente lavoro ha quale obiettivo quello di descrivere empiricamente le relazioni tra alcune variabili quali, per esempio, l'incidenza degli acquisti con mutui sul totale degli acquisti di abitazioni, il *loan to value* e il tasso di interesse e una analisi dei mercati disaggregati per classi di dimensione monetaria e di dinamica dei mercati locali, per classi demografiche dei comuni e per area geografica. Ciò anche al fine di verificare l'esistenza o meno di differenze tra queste caratteristiche territoriali sia in termini di andamenti che di livelli delle variabili considerate

Il lavoro si articola in successivi sette paragrafi e in uno dedicato a brevi conclusioni.

Nel paragrafo che segue si specificano quali sono le informazioni sugli acquisti di case con mutuo e da dove sono tratte. In effetti, le analisi descrittive che di seguito sono presentate, sono basate sul *data-base* utilizzato per la produzione di un precedente saggio,<sup>7</sup> integrato dei dati inerenti le unità abitative acquistate da persone fisiche con ipoteca iscritta sull'abitazione acquistata.

Il secondo paragrafo è dedicato ad un riepilogo delle principali variabili considerate (e disponibili) relativamente all'Italia per il periodo 2004-2015. Nel paragrafo "La dimensione e la dinamica dei mercati territoriali" si analizza l'andamento delle compravendite sostenute da un mutuo mediante una disaggregazione dei mercati territoriali per dimensione monetaria del mercato residenziale e per la loro dinamicità.

Nel paragrafo immediatamente successivo si introduce nell'analisi di alcune variabili (l'incidenza delle compravendite con mutuo e il differenziale del valore medio dell'abitazione) l'incrocio con la dinamica dei mercati locali e alcune disaggregazioni territoriali (area geografica e classe demografica). Il quinto paragrafo è dedicato poi all'analisi della relazione tra incidenza delle compravendite con mutuo e il valore delle abitazioni per caratteristiche territoriali (in particolare area geografica e dinamica).

I due paragrafi finali sono dedicati, nell'ordine, al *loan to value* e al tasso di interesse, analizzando livelli e andamenti per caratteristica dei mercati locali.

<sup>4</sup> Si fa riferimento alla norma approvata con il D.lgs. 72/2016 che introduce nel Testo Unico Bancario (D.lgs. 1° settembre 1993, n. 385) il Capo I bis e in questo l'articolo 120-sexiesdecies rubricato *Osservatorio del mercato immobiliare* che così recita: *L'Osservatorio del mercato immobiliare istituito presso l'Agenzia delle entrate assicura il controllo statistico sul mercato immobiliare residenziale ed effettua le opportune comunicazioni ai fini dei controlli di vigilanza macro-prudenziale.*

<sup>5</sup> Attualmente è la Banca d'Italia. Tuttavia, l'art. 10, comma 1 della Legge 12 agosto 2016, n. 170 delega il Governo ad adottare, entro 12 mesi dalla data di entrata in vigore della legge (entro il 16 settembre 2017), uno o più decreti legislativi per l'attuazione della raccomandazione CERS/2011/3 del Comitato europeo per il rischio sistemico, del 22 dicembre 2011, relativa al mandato macroprudenziale delle autorità nazionali. Tra i criteri di delega l'articolo di legge citato prevede, tra l'altro, l'istituzione di un Comitato per le politiche macroprudenziali, privo di personalità giuridica, quale autorità indipendente designata per la conduzione delle politiche macroprudenziali. Al suddetto Comitato si prevede che partecipino la Banca d'Italia, che lo presiede e svolge il ruolo guida su tali politiche, la Commissione nazionale per le società e la borsa (CONSOB), l'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni (IVASS) e la Commissione di vigilanza sui fondi pensione (COVIP). Prevede, infine, che alle sedute del Comitato assistano il Ministero dell'economia e delle finanze e l'Autorità garante della concorrenza e del mercato (AGCM).

<sup>6</sup> Da tempo, in effetti, all'interno del Rapporto residenziale annuale sono utilizzati i dati tratti dalle iscrizioni ipotecarie (cfr. OMI, Rapporto immobiliare residenziale, vari anni, <http://www.agenziaentrate.gov.it/wps/content/Nsilib/Nsi/Documentazione/omi/Pubblicazioni/Rapporti+immobiliari+residenziali/>); una esplorazione di tali dati su una serie di annualità è effettuata anche nel saggio di I. Barbaccia, S. Serafini, *Ciclo immobiliare e ruolo del credito*, pubblicato in Quaderni dell'Osservatorio 2016, [http://www1.agenziaentrate.gov.it/documentazione/omi\\_quaderni/quaderni\\_2015.pdf](http://www1.agenziaentrate.gov.it/documentazione/omi_quaderni/quaderni_2015.pdf)

<sup>7</sup> Cfr. nota 3.

## LE INFORMAZIONI DISPONIBILI

Le informazioni attualmente utilizzabili dall'Osservatorio del mercato immobiliare riguardanti i mutui ipotecari, fanno per ora riferimento<sup>8</sup> alle informazioni tratte dall'archivio di pubblicità immobiliare inerenti l'iscrizione ipotecaria su una abitazione e la trascrizione della compravendita, con rogito intervenuto nella stessa data dell'iscrizione, o in un *range* temporale ristretto. In questo modo si selezionano le abitazioni che sono state acquistate, in un dato anno, mediante l'accensione di un mutuo con ipoteca a garanzia posta sulla stessa abitazione acquistata. D'ora in avanti, ove omessa ogni altra indicazione, quando in questo lavoro si fa riferimento ai mutui ipotecari, si fa riferimento a questa specifica forma.<sup>9</sup>

Questa prima estrazione consente di contare il numero di abitazioni acquistate con mutuo normalizzato per quota di proprietà compravenduta (NTN\_IP).

Incrociando questi dati con i dati dell'archivio catastale è possibile conoscere l'informazione sulla superficie di queste abitazioni acquistate con mutuo (nella forma anzidetta). L'estrazione di tale informazione è stata finora limitata solo agli anni 2012-2015.

Dai dati relativi all'iscrizione ipotecaria degli archivi di pubblicità immobiliare si può disporre delle seguenti informazioni relativamente al periodo 2004-2015:

- ammontare del capitale erogato per il singolo mutuo;
- tasso di interesse applicato alla prima rata del mutuo;
- durata del mutuo al momento dell'iscrizione ipotecaria.

Per gli anni 2012-2015, disponendo dell'informazione sulla superficie delle abitazioni acquistate con mutuo nonché del valore medio comunale per unità di superficie delle abitazioni, elaborato sulla base delle quotazioni OMI, è stato possibile stimare direttamente il valore di scambio complessivo a livello comunale di queste abitazioni ("fatturato" comunale ottenuto moltiplicando il valore medio comunale per l'ammontare totale della superficie). Si dirà più avanti come si è cercato di stimare il "fatturato" anche per gli anni antecedenti il 2012.

Le informazioni sono state aggregate per comune (media o ammontare totale a seconda della variabile). Riguardo ai comuni occorre sottolineare che *sono esclusi* tutti i comuni in cui è vigente il catasto tavolare e quindi principalmente le intere province autonome di Trento e Bolzano, nonché Gorizia e Trieste. Inoltre, poiché nel periodo considerato vi sono state diverse modificazioni nell'ambito dei comuni esistenti (sono stati istituiti nuovi comuni sia per scorporo che per fusione), si è cercato di riallineare la serie storica ai comuni esistenti nel 2015 (con qualche difficoltà e quindi semplificazioni che non pregiudicano comunque il valore dell'informazione).

Si è quindi costruito il *data-base* in cui ad ogni comune sono associate le informazioni sui mutui (sopra indicate) e limitatamente al 2012-2015 al fatturato. Tale *data-base* è stato integrato (utilizzando come chiave l'identificativo del comune) a quello cui si è già accennato e riferito alla fine dell'introduzione. Ciò ha permesso di utilizzare anche altre informazioni inerenti il mercato residenziale di ciascun comune.

È opportuno evidenziare che le analisi successive sono quindi basate su dati medi comunali (o totali, a seconda della variabile) e ciò comporta necessariamente una forte riduzione della dispersione. Tuttavia, per cogliere le differenze per aggregazioni territoriali ampie, questo livello di dettaglio del *data-base* è del tutto sufficiente.

<sup>8</sup> Questo al momento in cui si scrive. Sono in corso infatti, da diverso tempo, ulteriori sviluppi volti ad indagare l'intero universo dei mutui ipotecari.

<sup>9</sup> Infatti, possono essere effettuati acquisti di abitazioni con mutuo avente a garanzia l'ipoteca su altri tipi di immobili di proprietà. Si tratta comunque di una modalità di minor rilievo. Da alcune prime elaborazioni, infatti, l'acquisto di abitazione con mutuo avente a garanzia altri immobili (diversi dall'abitazione acquistata) rappresenta solo l'1,4% del totale delle abitazioni acquistate.

## RIEPILOGO NAZIONALE: LE UNITÀ ABITATIVE ACQUISTATE CON MUTUO DA PERSONE FISICHE

Come già accennato nel paragrafo precedente, in questo lavoro le unità abitative oggetto dell'analisi sono solo quelle acquistate e su cui contestualmente è stata iscritta ipoteca a garanzia del mutuo erogato.

Nella Tabella 1 si riepilogano i dati disponibili a livello nazionale (sempre con l'esclusione di quelli riguardanti i comuni con il catasto tavolare) con riferimento al periodo 2004-2015.

Gli andamenti descritti nella Tabella 1 mostrano con tutta evidenza come il numero di abitazioni acquistate (NTN\_IP) con mutuo e con ipoteca iscritta sulla medesima abitazione acquistata (d'ora in poi si ometterà di specificare tale condizione, dando essa per implicita), segue il *trend* del mercato residenziale italiano: una fase di crescita fino al 2006 e una decrescita significativa dal 2007, che si stabilizza nel 2010-2011 e poi precipita nel biennio 2012-2013, per poi iniziare una lenta ripresa dal 2014 (in particolare nel 2016 i recenti rapporti dell'OMI indicano una ripresa più sostenuta).

|   | 2004    | 2005    | 2006    | 2007    | 2008    | 2009    | 2010    | 2011    | 2012    | 2013    | 2014    | 2015    |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>NTN_IP<br/>(numero unità immobiliari)</b>      | 357.206 | 389.383 | 404.017 | 368.739 | 270.065 | 240.853 | 263.587 | 251.659 | 154.426 | 142.648 | 160.762 | 192.219 |
| <b>CAPITALE EROGATO<br/>(in miliardi di €)</b>    | 37,86   | 45,13   | 50,35   | 47,14   | 34,32   | 31,17   | 35,88   | 34,11   | 19,51   | 17,45   | 19,18   | 22,92   |
| <b>CAPITALE EROGATO PER<br/>UNITÀ (in €)</b>      | 106.003 | 115.904 | 124.624 | 127.847 | 127.085 | 129.404 | 136.129 | 135.531 | 126.363 | 122.307 | 119.336 | 119.265 |
| <b>TASSO DI INTERESSE<br/>(per la prima rata)</b> | 3,68%   | 3,67%   | 4,33%   | 5,32%   | 5,55%   | 3,68%   | 2,73%   | 3,37%   | 4,25%   | 3,94%   | 3,40%   | 2,75%   |
| <b>DURATA (anni - media)</b>                      | 19,54   | 20,87   | 22,37   | 23,23   | 23,24   | 22,93   | 23,20   | 23,41   | 22,90   | 22,60   | 22,61   | 22,52   |
| <b>RATA ANNUALE (in € - media)</b>                | 7.705   | 8.047   | 8.811   | 9.714   | 9.863   | 8.454   | 7.996   | 8.463   | 8.738   | 8.277   | 7.648   | 7.172   |

**Tabella 1** Riepilogo nazionale - NTN\_ip. Capitale, Tassi, Durata, Rata  
Fonte: OMI-Agenzia delle entrate

L'andamento delle altre variabili indicate nel riepilogo rispetto a quello di NTN\_IP è mostrato nei successivi grafici della Figura 4.

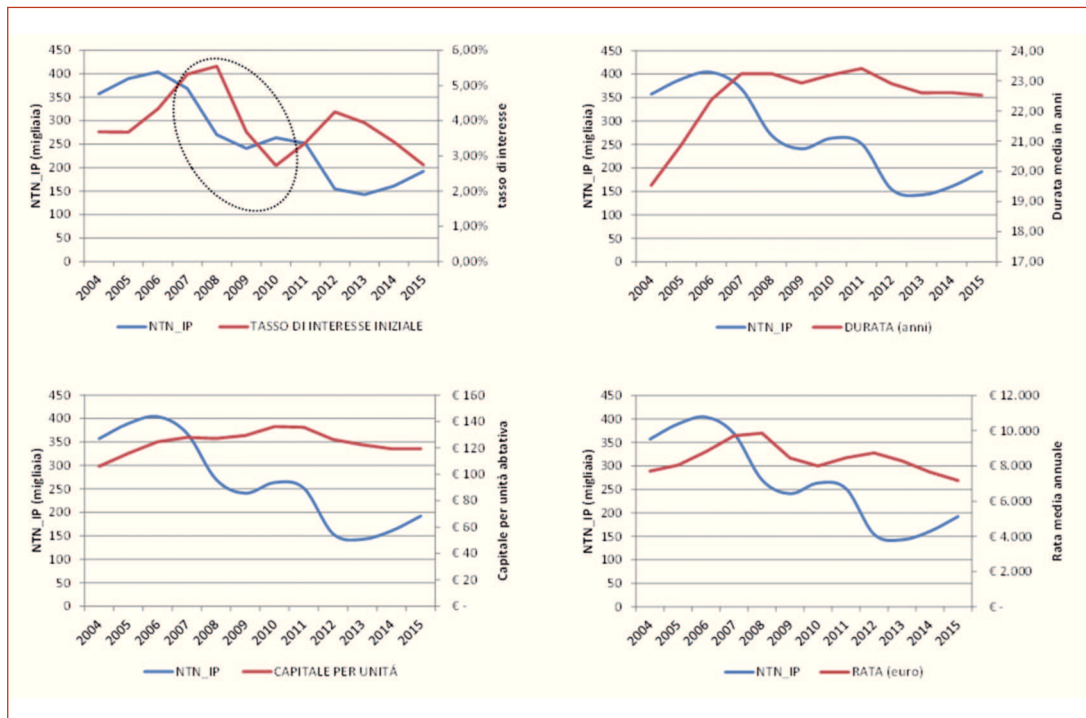
Dall'analisi dei singoli grafici, si apprende che in genere l'NTN\_IP è influenzato in senso inverso al tasso di interesse, con la vistosa eccezione del biennio 2008-2009 quando a fronte della forte riduzione dei tassi di interesse, l'NTN\_IP scende anch'esso in modo repentino.

La durata dei mutui mostra una crescita fino al 2007 (circa 23 anni) mostrando poi una sostanziale stabilità (tra i 22 e i 23 anni).

Il capitale erogato in media per unità abitativa acquistata con mutuo, invece, tende ad aumentare fino al 2010-2011, per poi procedere ad una relativa caduta.

Ovviamente sia la durata che il capitale erogato dipendono anche dai valori di acquisto, oltre che dalle politiche bancarie sintetizzabili da *loan to value* (LTV) quest'ultimo influenzato esso stesso dagli andamenti dei prezzi e in parte dalle scelte discrezionali degli istituti di credito e delle politiche monetarie della banca centrale.





**Figura 4** Tasso di interesse, durata, capitale erogato per unità abitativa ipotecata e rata media  
 Fonte: ns elaborazioni su dati OMI-Agenzia delle entrate

Infine, la rata media annuale è una sintesi dell'andamento del tasso di interesse, della durata e del capitale erogato per unità abitativa.

Queste informazioni nascondono però una notevole varietà di situazioni territoriali ed economiche, qualora l'analisi descrittiva si spingesse ad un livello di maggior dettaglio.

Ai fini di questo articolo saranno esaminate alcune aggregazioni *sub*-nazionali di alcuni dati esposti nella Tabella 1.

## LA DIMENSIONE E LA DINAMICA DEI MERCATI TERRITORIALI

Il mercato immobiliare, come si è già accennato nell'introduzione, sono certamente influenzati da variabili macroeconomiche, anche di natura internazionale data la stretta interconnessione dei mercati, ma risentono comunque della peculiare "fissità" sul territorio dell'oggetto specifico dello scambio. Conseguentemente variabili locali, strutture territoriali specifiche (dimensione urbana, demografia, ricchezza accumulata, vocazione turistica, politiche urbanistiche locali, infrastrutture varie ecc.), rivestono una importanza notevole nello spiegare le variabilità interne a sentieri del ciclo immobiliare plasmati a livello macroeconomico.

Anche le politiche del credito e dell'erogazione dei mutui risentono delle condizioni locali.

Un primo angolo visuale da cui si possono analizzare le variabili della Tabella 1 è il loro andamento rispetto a due distinte aggregazioni.<sup>10</sup> La prima fa riferimento ad una classificazione dei Comuni in termini di dimensione del complessivo valore di scambio delle abitazioni ("fatturato") e la denominiamo variabile dimensionale del mercato. La seconda anche in questo caso fa riferimento ad una classificazione dei Comuni ma con riguardo alla dinamica del mercato in termini di unità di abitazioni compravendute rispetto allo stock esistente.

Per la *variabile dimensionale* si sono prese in prestito le categorie utilizzate per "dimensionare" la taglia delle T-shirt (SMALL, MEDIUM, LARGE, EXTRALARGE).<sup>11</sup>

La variabile *dinamica* è stata invece *clusterizzata* in cinque gruppi (ASSENTE/SCARSA; DEBOLE; MEDIA; CONSISTENTE; FORTE) secondo un metodo sostanzialmente empirico.<sup>12</sup>

<sup>10</sup> Si riprende la classificazione adottata per ciascun Comune nel citato G. Guerrieri, *Livello e andamento dei valori di mercato...*, op.cit.

<sup>11</sup> In particolare, si è stimato anzitutto il "fatturato" di ciascun Comune sulla base della corrispondente superficie compravenduta di abitazioni e della quotazione media OMI comunale; si è poi sommato il "fatturato" dell'intero periodo 2002-2015 per ciascun Comune e per il totale nazionale e infine si è calcolata la quota per ciascun Comune del "fatturato" complessivo del periodo rispetto a quello totale nazionale. Le "taglie" dimensionali del mercato sono state poi individuate in base ai parametri indicati nella seconda colonna del seguente prospetto (è riportato anche il numero di Comuni per taglia dimensionale).

| DIMENSIONE MERCATO | classi QUOTA FATTURATO 2000-2015 | N. comuni |
|--------------------|----------------------------------|-----------|
| SMALL              | <=0,02%                          | 6.785     |
| MEDIUM             | >0,02% e <= 0,05%                | 555       |
| LARGE              | >0,05% e <= 0,4%                 | 264       |
| EXTRA-LARGE (*)    | >0,4%                            | 15        |
| Totale             |                                  | 7.619     |

Fonte: G. Guerrieri *Livello e andamento dei valori di mercato...*, op.cit., pg.23;

(\*) Una possibile variante sarebbe quella di escludere i Comuni di Milano e Roma e considerarli a sé stante perché rappresentano, ciascuno, una quota di mercato che stacca vistosamente quello degli altri appartenenti alla categoria EXTRALARGE; questa opzione non si è considerata in questo esercizio.

<sup>12</sup> Si riporta quanto scritto in G. Guerrieri, *Livello e andamento dei valori di mercato...*, op.cit., nota 23, pg.24: "La media dei rapporti di tutti i comuni tra fatturato medio e il valore del patrimonio abitativo medio, entrambi relativi all'intero periodo 2000-2015 è pari a 1,49% con una deviazione standard pari a 0,69%. Le soglie discriminanti sono state assunte pari sottraendo e aggiungendo parte della deviazione standard secondo la seguente griglia (definendo  $R_j$  il predetto rapporto tra fatturato medio e valore del patrimonio abitativo medio del  $j$ -esimo comune,  $M$  la media nazionale e  $DVSTD$  la relativa deviazione standard):

|                 | assente/scarsa | debole                  | media                   | consistente             | forte          |
|-----------------|----------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|----------------|
| Criterio soglia | $M-DVSTD/2$    | $M-DVSTD/4$             | $M+DVSTD/4$             | $M+DVSTD/2$             |                |
| $R_j$           | $R_j < 0,97\%$ | $0,97\% < R_j < 1,32\%$ | $1,32\% < R_j < 1,66\%$ | $1,66\% < R_j < 2,01\%$ | $R_j > 2,01\%$ |
| n. comuni       | 1.669          | 1.177                   | 1.453                   | 1.831                   | 1.489          |

La definizione di tali soglie, volte a giudicare la intensità della dinamica del mercato locale in termini del rapporto tra valore medio del compravenduto e il valore patrimoniale medio dell'intero stock, è certamente del tutto empirica. Si poteva scegliere considerazioni di valore puramente soggettivo, oppure, come alla fine è stato scelto, ancorarle per le classi centrali ("debole", "medio", "consistente") ad intervalli di eguale ampiezza definiti sostanzialmente sulla base della distribuzione della variabile  $R$ . Si è del tutto consapevoli che tale classificazione è in ogni caso, come si è pocanzi affermato, del tutto empirica. Nondimeno consente comunque di discriminare i mercati locali sulla base della loro specifica dinamica."

La classificazione dei Comuni nei termini anzidetti, ha consentito di analizzare gli andamenti delle compravendite effettuate con mutui ipotecari secondo questo duplice angolo visuale. Nelle successive Tabelle 2, 3 e 4 si riportano, in relazione alle diverse dimensioni del mercato, rispettivamente, il numero indice (2004=100) delle unità abitative acquistate con mutuo (NTN\_IP), di quelle senza ausilio del mutuo (NTN\_NO IP) e il numero indice totale delle unità abitative acquistate dalle persone fisiche (NTN PF). Il grafico in Figura 5, infine, mostra gli andamenti degli NTN (totale, con mutuo e senza mutuo), nonché l'incidenza percentuale di NTN\_IP sul NTN PF.

| Dimensione mercato      | 2004         | 2005         | 2006         | 2007         | 2008        | 2009        | 2010        | 2011        | 2012        | 2013        | 2014        | 2015        |
|-------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>SMALL</b>            | 100,0        | 111,5        | 118,0        | 109,3        | 79,3        | 67,7        | 71,2        | 66,9        | 40,0        | 35,3        | 38,5        | 45,7        |
| <b>MEDIUM</b>           | 100,0        | 109,4        | 116,9        | 108,1        | 79,1        | 70,5        | 75,7        | 71,7        | 44,4        | 40,9        | 45,6        | 54,9        |
| <b>LARGE</b>            | 100,0        | 107,4        | 111,3        | 100,8        | 74,0        | 67,9        | 76,0        | 72,8        | 44,5        | 41,3        | 47,4        | 56,9        |
| <b>EXTRALARGE</b>       | 100,0        | 106,5        | 103,7        | 91,8         | 68,3        | 63,5        | 73,3        | 72,1        | 45,8        | 45,0        | 52,1        | 62,2        |
| <b>Totale nazionale</b> | <b>100,0</b> | <b>109,0</b> | <b>113,1</b> | <b>103,2</b> | <b>75,6</b> | <b>67,4</b> | <b>73,8</b> | <b>70,5</b> | <b>43,2</b> | <b>39,9</b> | <b>45,0</b> | <b>53,8</b> |

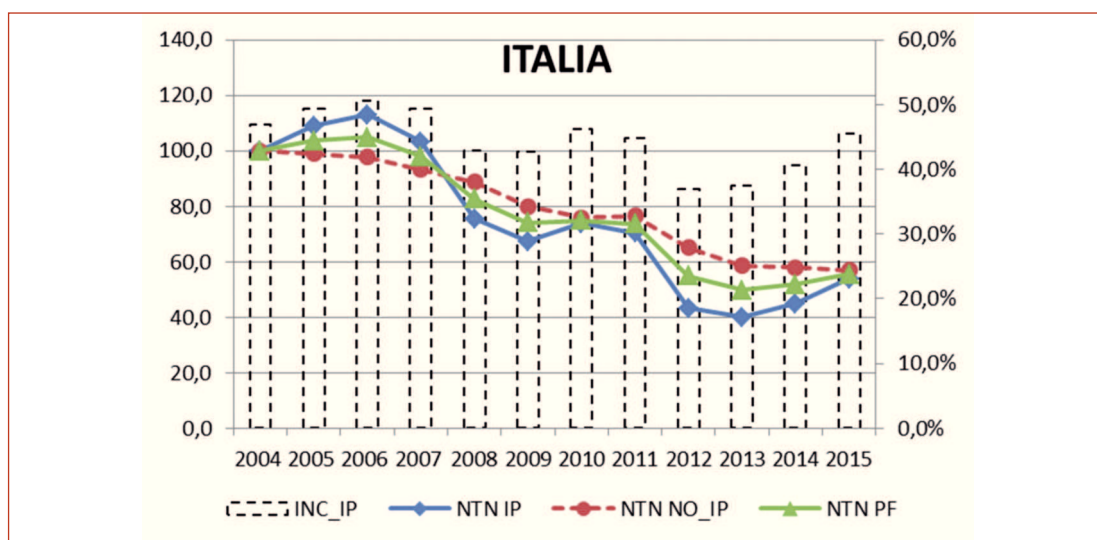
**Tabella 2** N. indice (2004=100) NTN\_IP - Fonte: OMI-Agenzia delle entrate

| Dimensione mercato      | 2004         | 2005        | 2006        | 2007        | 2008        | 2009        | 2010        | 2011        | 2012        | 2013        | 2014        | 2015        |
|-------------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>SMALL</b>            | 100,0        | 99,8        | 100,5       | 96,3        | 91,4        | 81,7        | 75,1        | 75,1        | 62,9        | 55,9        | 54,5        | 52,8        |
| <b>MEDIUM</b>           | 100,0        | 100,8       | 99,6        | 95,4        | 88,2        | 79,6        | 73,9        | 72,9        | 62,5        | 56,1        | 54,5        | 53,4        |
| <b>LARGE</b>            | 100,0        | 96,7        | 95,9        | 91,7        | 87,9        | 78,2        | 76,0        | 76,9        | 63,7        | 57,3        | 57,1        | 57,2        |
| <b>EXTRALARGE</b>       | 100,0        | 98,4        | 92,5        | 86,2        | 84,3        | 79,0        | 79,5        | 83,4        | 75,1        | 69,8        | 71,8        | 70,2        |
| <b>Totale nazionale</b> | <b>100,0</b> | <b>98,9</b> | <b>97,8</b> | <b>93,3</b> | <b>88,7</b> | <b>79,9</b> | <b>75,8</b> | <b>76,5</b> | <b>65,1</b> | <b>58,6</b> | <b>58,0</b> | <b>56,9</b> |

**Tabella 3** N. indice (2004=100) NTN\_NO IP - Fonte: OMI-Agenzia delle entrate

| Dimensione mercato      | 2004         | 2005         | 2006         | 2007        | 2008        | 2009        | 2010        | 2011        | 2012        | 2013        | 2014        | 2015        |
|-------------------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>SMALL</b>            | 100,0        | 104,9        | 108,1        | 102,0       | 86,1        | 75,6        | 73,4        | 71,6        | 53,0        | 47,0        | 47,5        | 49,7        |
| <b>MEDIUM</b>           | 100,0        | 104,9        | 107,8        | 101,4       | 83,9        | 75,3        | 74,7        | 72,4        | 53,9        | 48,9        | 50,3        | 54,1        |
| <b>LARGE</b>            | 100,0        | 101,8        | 103,2        | 96,0        | 81,3        | 73,3        | 76,0        | 74,9        | 54,6        | 49,7        | 52,5        | 57,1        |
| <b>EXTRALARGE</b>       | 100,0        | 102,6        | 98,3         | 89,1        | 76,0        | 70,9        | 76,3        | 77,5        | 59,9        | 56,9        | 61,5        | 66,0        |
| <b>Totale nazionale</b> | <b>100,0</b> | <b>103,7</b> | <b>105,0</b> | <b>98,0</b> | <b>82,6</b> | <b>74,1</b> | <b>74,9</b> | <b>73,7</b> | <b>54,8</b> | <b>49,9</b> | <b>51,9</b> | <b>55,5</b> |

**Tabella 4** N. indice (2004=100) NTN PF - Fonte: OMI-Agenzia delle entrate

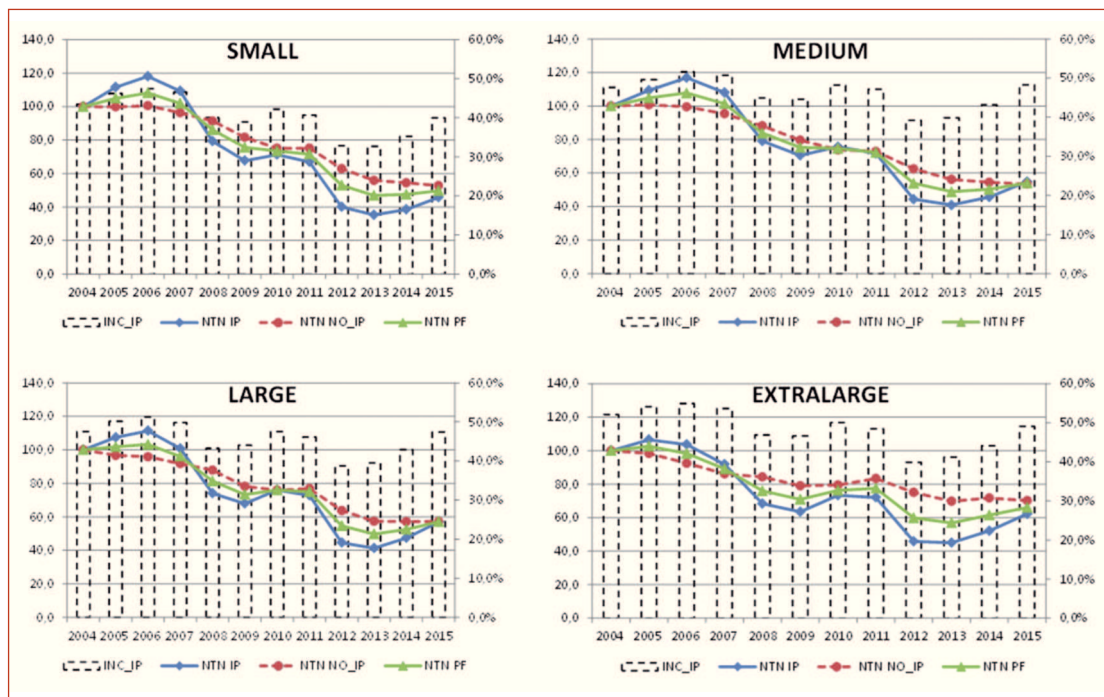


**Figura 5** N. indici NTN\_IP, NTN\_NO IP e NTN PF; incidenza % NTN\_IP  
 Fonte: ns elaborazioni su dati OMI-Agenzia delle entrate; a sinistra la misura del numero indice e a destra la misura dell'incidenza percentuale di NTN\_IP su NTN PF.

Si osserva che il *trend* degli acquisti senza ausilio del mutuo sono costantemente e quasi linearmente in riduzione nel periodo considerato, a parte una breve parentesi nell'anno 2011. La curvatura del *trend* del totale degli acquisti (NTN PF) dipende quindi essenzialmente da quelli effettuati con il finanziamento di un mutuo ipotecario (NTN\_IP).

Si tenga in considerazione che nell'intero periodo la quota (INC\_IP) di abitazioni acquistate con mutuo sul totale ha oscillato tra il massimo del 50% del 2006 e il minimo del 37% del 2012 (istogramma con barre tratteggiate nella Figura 5 e valori sull'asse verticale destro).

Questi andamenti, seppure con qualche differenza, presentano forti analogie tra le diverse dimensioni del mercato, come si osserva dalla seguente Figura 6.



**Figura 6** N. indici NTN e INC (incidenza% NTN\_IP) per dimensione di mercato  
 Fonte: ns elaborazioni su dati OMI-Agenzia delle entrate; a sinistra la misura del numero indice e a destra la misura dell'incidenza percentuale di NTN\_IP su NTN PF.

D'altra parte l'incidenza percentuale di abitazioni acquistate con mutuo ipotecario rispetto al totale (NTN\_IP in rapporto a NTN PF), calcolata come media non pesata dell'intero quindicennio, è pari al 40,5% per la dimensione SMALL, al 46,2% per quella MEDIUM, al 45,7% per quella LARGE e al 48,4% per la EXTRALARGE. In particolare, la relativa minor incidenza media che si registra nella dimensione SMALL porta, in questa dimensione di mercato, ad un lieve minor dipendenza del ciclo complessivo delle compravendite (NTN PF) dagli acquisti finanziati con mutuo. Il contrario accade nella dimensione EXTRALARGE, dove, appunto, l'incidenza degli acquisti dei mutui è relativamente maggiore. Nella Tabella 5 si riporta per l'incidenza percentuale di NTN\_IP sul totale NTN PF.

| DIMENSIONE MERCATO | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|--------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| SMALL              | 43,5 | 46,2 | 47,4 | 46,6 | 40,0 | 38,9 | 42,2 | 40,6 | 32,8 | 32,7 | 35,2 | 40,0 |
| MEDIUM             | 47,6 | 49,6 | 51,6 | 50,7 | 44,9 | 44,6 | 48,2 | 47,2 | 39,2 | 39,8 | 43,2 | 48,3 |
| LARGE              | 47,5 | 50,1 | 51,2 | 49,9 | 43,3 | 44,0 | 47,5 | 46,1 | 38,7 | 39,5 | 42,9 | 47,4 |
| EXTRALARGE         | 52,1 | 54,1 | 54,9 | 53,7 | 46,9 | 46,6 | 50,1 | 48,4 | 39,9 | 41,2 | 44,1 | 49,1 |
| Media nazionale    | 46,9 | 49,3 | 50,5 | 49,4 | 42,9 | 42,7 | 46,2 | 44,8 | 37,0 | 37,5 | 40,6 | 45,5 |

**Tabella 5** INC\_IP - incidenza NTN\_IP su NTN PF (percentuali) per dimensione di mercato  
 Fonte: ns elaborazioni su dati OMI-Agenzia entrate

Il livello dell'incidenza degli acquisti con mutui risulta, fino al 2006, sicuramente crescente al crescere della dimensione del mercato. Successivamente, la dimensione LARGE risulta ad un livello sistematicamente inferiore della classe dimensionale MEDIUM. Nel 2015, la SMALL segna il minimo con il 40% di case acquistate con mutuo ipotecario, mentre la EXTRALARGE arriva al 49% circa. Per tutte le dimensioni si assiste ad una drastica caduta dell'incidenza nel biennio 2012-2013.

Se si osservano le stesse variabili sotto l'angolo visuale della *dinamica* del mercato, i risultati sono un po' diversi e dipendono, ovviamente, dalla diversa incidenza delle compravendite effettuate con mutuo nei differenti *cluster*. Nella Figura 7 sono riportati gli andamenti degli NTN (NTN PF; NTN\_IP; NTN\_NO\_IP) e la quota di NTN\_IP su NTN PF per ciascun *cluster* relativo alla dinamicità del mercato residenziale nei comuni.

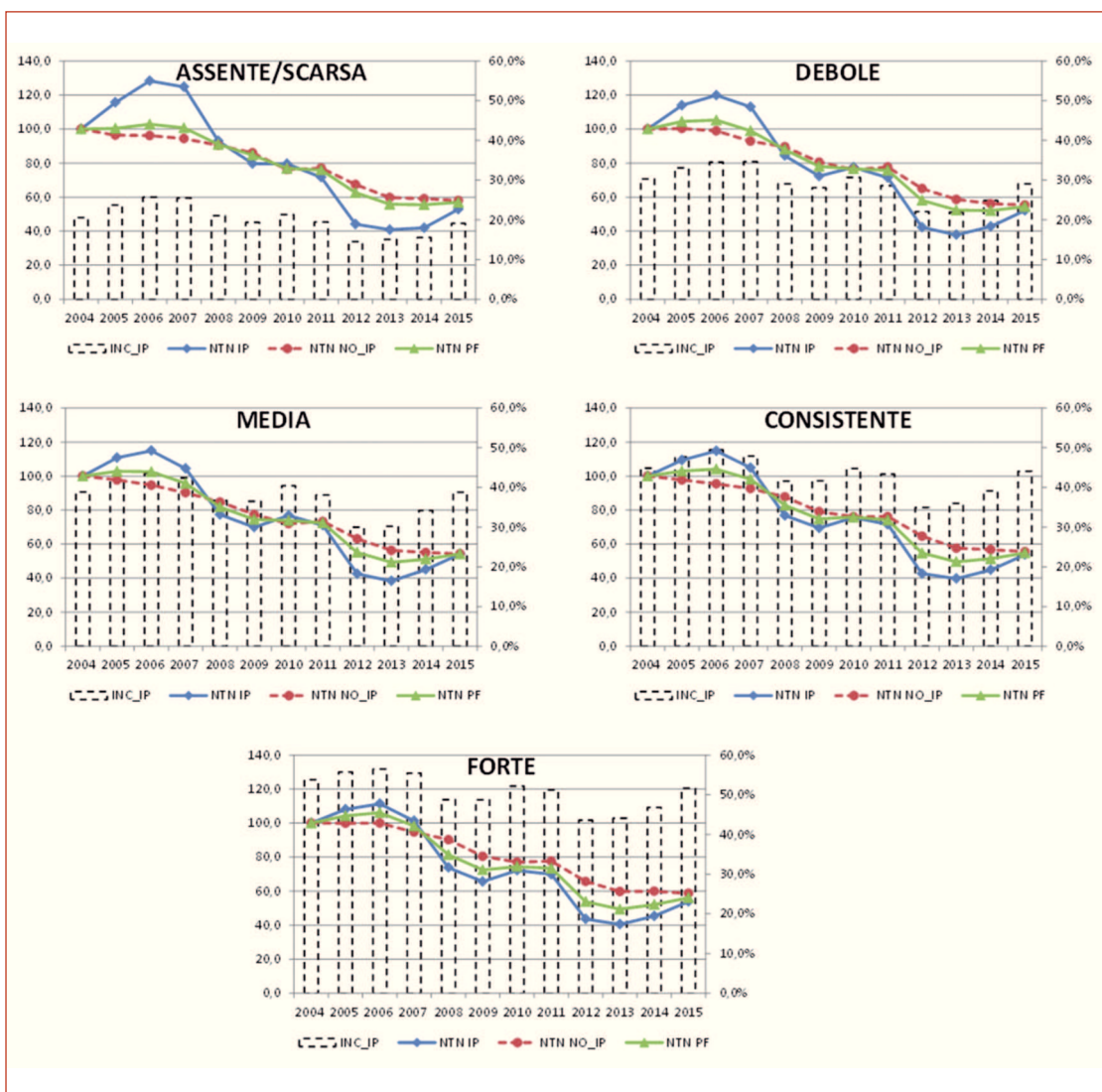


Figura 7 N. indici NTN e INC\_IP per dinamica di mercato - Fonte: ns elaborazioni su dati OMI-Agenzia delle entrate; a sinistra la misura del numero indice e a destra la misura dell'incidenza percentuale di NTN\_IP su NTN\_PF.

Come si può osservare la curvatura dei *trend* delle compravendite complessive di abitazioni dipendono da quelle relative alle compravendite assistite da mutuo ipotecario, in misura crescente all'aumento della dinamicità del mercato di riferimento. Laddove la dinamica è ASSENTE/SCARSA o DEBOLE, le curvature di NTN PF sono in linea a quelle di NTN\_NO IP, ancorché sono presenti ampie curvature nell'andamento di NTN\_IP.

Ciò, come si è detto, dipende essenzialmente dall'incidenza degli acquisti con mutuo ipotecario rispetto al totale ( $INC\_IP = NTN\_IP$  in rapporto a NTN PF). In effetti, tale incidenza (d'ora in poi  $INC\_IP$ ), calcolata come media non pesata dell'intero quindicennio, è particolarmente diversificata tra i diversi *cluster* di dinamicità: è pari al 20% circa per la misura SCARSA/ASSENTE, al 29% circa per quella DEBOLE, al 37,6% per il *cluster* della MEDIA, al 43% per il *cluster* CONSISTENTE e, infine, al 51% circa per il *cluster* FORTE.

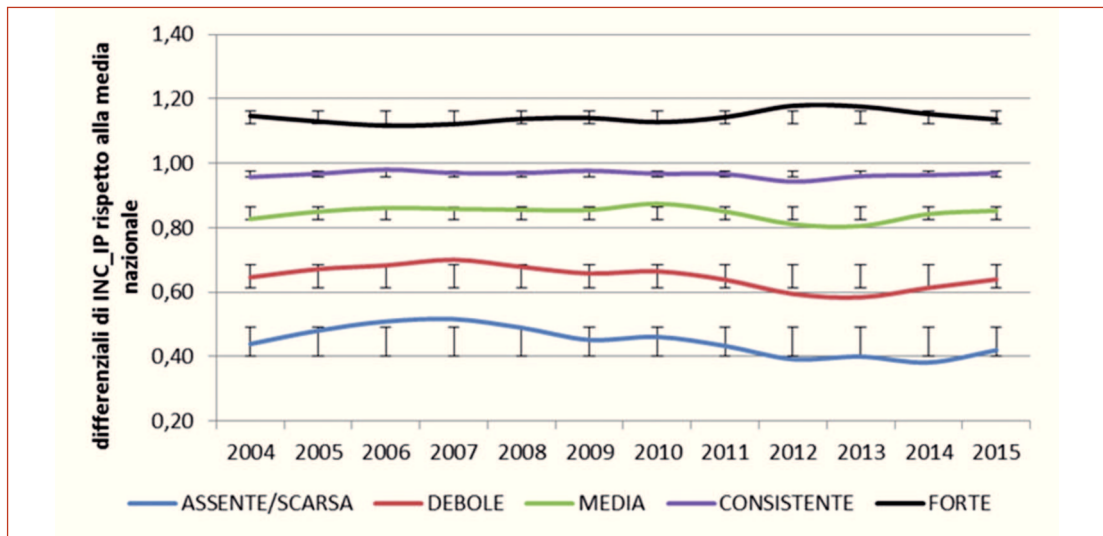
Anche in questo caso, come si riporta nella Tabella 6, l'andamento di  $INC\_IP$  risulta, peraltro, relativamente stabile nel tempo per qualsiasi dinamica di mercato.

| DINAMICA MERCATO       | 2004        | 2005        | 2006        | 2007        | 2008        | 2009        | 2010        | 2011        | 2012        | 2013        | 2014        | 2015        |
|------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>ASSENTE/SCARSA</b>  | 20,6        | 23,7        | 25,7        | 25,5        | 21,0        | 19,3        | 21,3        | 19,4        | 14,5        | 15,0        | 15,5        | 19,1        |
| <b>DEBOLE</b>          | 30,3        | 33,1        | 34,5        | 34,6        | 29,1        | 28,1        | 30,7        | 28,6        | 22,0        | 21,9        | 24,9        | 29,1        |
| <b>MEDIA</b>           | 38,8        | 41,9        | 43,5        | 42,4        | 36,7        | 36,5        | 40,4        | 38,1        | 30,0        | 30,2        | 34,2        | 38,8        |
| <b>CONSISTENTE</b>     | 44,9        | 47,7        | 49,5        | 47,9        | 41,6        | 41,7        | 44,7        | 43,3        | 34,9        | 36,0        | 39,1        | 44,1        |
| <b>FORTE</b>           | 53,8        | 55,7        | 56,4        | 55,4        | 48,8        | 48,7        | 52,1        | 51,2        | 43,6        | 44,1        | 46,8        | 51,7        |
| <b>Media Nazionale</b> | <b>46,9</b> | <b>49,3</b> | <b>50,5</b> | <b>49,4</b> | <b>42,9</b> | <b>42,7</b> | <b>46,2</b> | <b>44,8</b> | <b>37,0</b> | <b>37,5</b> | <b>40,6</b> | <b>45,5</b> |

**Tabella 6**  $INC\_IP$  (percentuali) per dinamica di mercato  
Fonte: ns elaborazioni su dati OMI-Agenzia entrate

Il *cluster* della dinamica di mercato che mostra comunque maggiore variabilità, misurata con il coefficiente di variazione, risulta essere quella ASSENTE/SCARSA. Anche in questo caso nel biennio 2012-2013 si assiste ad una drastica caduta di  $INC\_IP$ . L'entità della riduzione è, tuttavia, relativamente meno omogenea, in quanto va dai cinque punti in meno per la dinamica ASSENTE/SCARSA agli otto punti in meno circa che si riscontra per MEDIA, CONSISTENTE e FORTE.

Al di là della variabilità nel tempo di  $INC\_IP$  quello che sembra rilevante e in qualche misura permanente è la strutturale differenza dei livelli di  $INC\_IP$  tra i diversi *cluster* della dinamica. Ciò è ben visibile nella successiva Figura 8, dove sono rappresentati graficamente i differenziali rispetto alla media nazionale dei valori di  $INC\_IP$  riportati nella Tabella 6 e l'ampiezza della deviazione standard.



**Figura 8** Differenziali INC\_IP per cluster della dinamica rispetto alla media nazionale  
 Fonte: ns elaborazioni su dati OMI-Agenzia entrate

I differenziali sono alquanto stabili nel tempo. Una maggiore variabilità si riscontra per le dinamiche FORTE e CONSISTENTE, ma in ogni caso i livelli di INC\_IP rimangono permanentemente ordinati in senso crescente al crescere della dinamica di mercato.

Ciò agevola, in qualche misura, l'analisi in quanto si può assumere a riferimento anche un solo anno per indagare su quegli aspetti rilevanti, di carattere territoriale, che possono influenzare i diversi livelli di INC\_IP. Per esempio, è possibile ipotizzare che al crescere della dinamica di mercato si determinino condizioni tali, sia dal lato del prezzo (per l'acquirente), sia dal lato del rischio di insolvenza (per l'istituto di credito erogante), per cui può risultare più facile per l'acquirente disporre dei capitali propri per l'acquisto dell'abitazione e al contempo meno conveniente per l'istituto di credito mettere a disposizione il capitale necessario in quanto, qualora si presentasse una situazione di insolvenza, la scarsa dinamicità del mercato locale renderebbe di fatto illiquido l'asset ipotecato. Nel prosieguo dell'analisi si considera l'anno 2012 che rappresenta l'anno di crisi maggiore del settore residenziale.



### LA DINAMICA DEI MERCATI, CLASSE DEMOGRAFICA E AREA GEOGRAFICA.

Prima di procedere ad una ulteriore analisi, è opportuno verificare in che misura, relativamente alla variabile INC\_IP, i cluster della dinamica sono interrelati con altre variabili quali la classe demografica del comune e l'area geografica di appartenenza. Al riguardo si può far riferimento alla Figura 9 (dinamica e classe demografica) e alla Figura 10 (dinamica e area geografica).

I grafici delle figure sono costruiti ponendo per le diverse linee verticali l'attributo della classe demografica o dell'area geografica e sulle stesse sono posizionati i valori di INC\_IP per i diversi attributi della dinamica. Per esempio, nel grafico della Figura 9 la prima linea verticale è relativa alla classe demografica "fino a 5.000 abitanti" e sono disposti su tale linea i valori di INC\_IP relativi ai diversi cluster di dinamica di tale classe demografica.

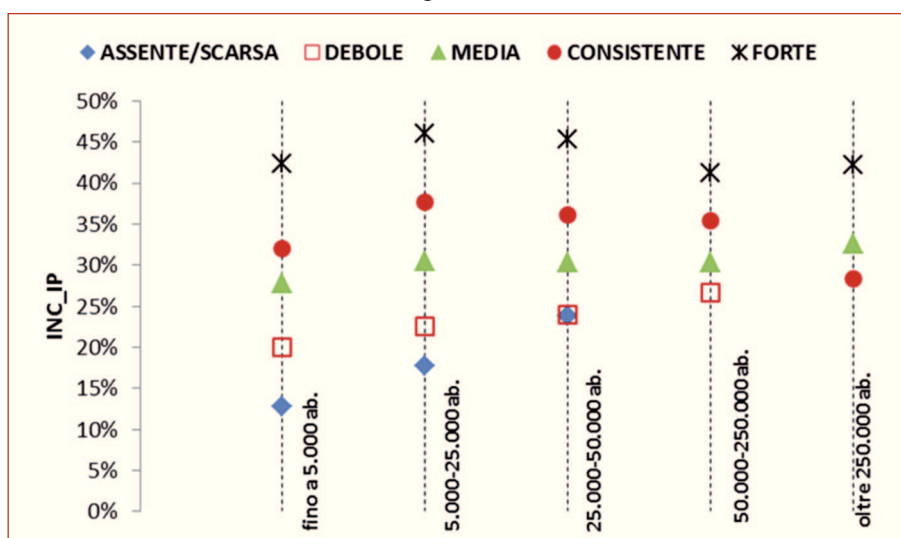


Figura 9 INC\_IP per dinamica e classe demografica (anno 2012)  
Fonte: ns elaborazioni su dati OMI-Agenzia entrate

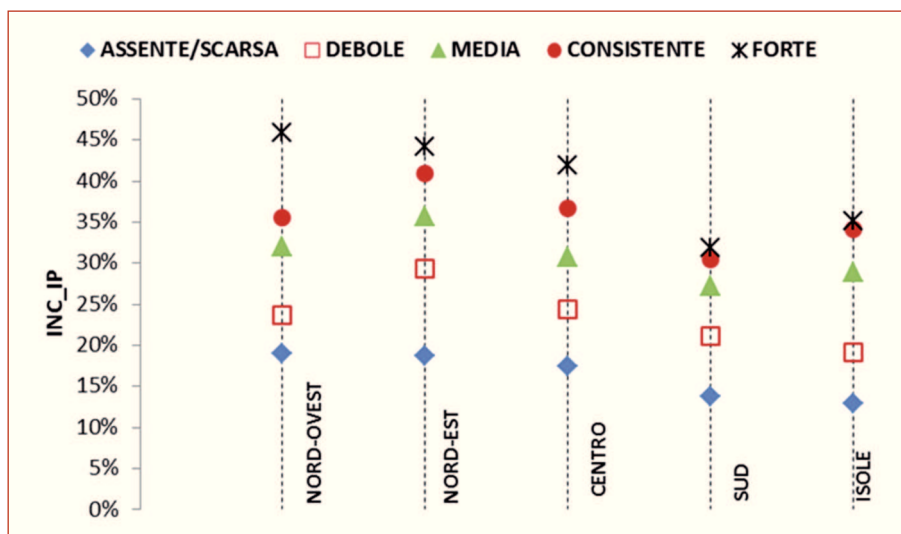


Figura 10 INC\_IP per dinamica e area geografica (anno 2012)  
Fonte: ns elaborazioni su dati OMI-Agenzia entrate

Dalla Figura 9 si evince anzitutto che i valori di INC\_IP, in ciascuna classe demografica, sono generalmente crescenti al crescere della dinamica. In secondo luogo, la dispersione dei valori di INC\_IP per i diversi *cluster* della dinamica tende a ridursi al crescere della classe demografica. Infine, i livelli di INC\_IP, a parità di *cluster* della dinamica, presentano una relativa stabilità al variare della classe demografica, ad eccezione del *cluster* della dinamica ASSENTE/SCARSA e DEBOLE, per i quali i valori risultano significativamente crescenti al crescere della classe demografica.

Dalla Figura 10, se ritroviamo valori di INC\_IP crescenti per tutte le aree geografiche al crescere della dinamica, la dispersione di tali valori è tendenzialmente meno accentuata anche se appare maggiore per le aree del Centro Nord rispetto al Sud e alle Isole. In questo caso, infatti, i livelli di INC\_IP, a parità di *cluster* della dinamica, sono nettamente inferiori al SUD e nelle ISOLE rispetto alle altre aree del paese.

Si può concludere che le due variabili considerate hanno una certa influenza su INC\_IP. La classe demografica in relazione alla dinamica ASSENTE/SCARSA e l'area geografica che mostra per il SUD livelli di INC\_IP inferiori per tutti i *cluster* della dinamica. In entrambi i casi ciò è probabilmente dovuto ad un effetto prezzo che tende ad essere maggiore al crescere della classe demografica e si riduce nettamente per le aree del SUD e delle ISOLE (vedi Prospetti 1 e 2)

| Classe demografica     | VALORE MEDIO NTN PF 2012 (euro) |
|------------------------|---------------------------------|
| fino a 5.000 ab.       | 116.516                         |
| 5.000-25.000 ab.       | 146.885                         |
| 25.000-50.000 ab.      | 161.417                         |
| 50.000-250.000 ab.     | 172.622                         |
| oltre 250.000 ab.      | 281.044                         |
| <b>Media nazionale</b> | <b>173.730</b>                  |

**Prospetto 1** Valore medio abitazioni compravendute dalle persone fisiche per classe demografica

| Area geografica        | VALORE MEDIO NTN PF 2012 (euro) |
|------------------------|---------------------------------|
| NORD-OVEST             | 177.359                         |
| NORD-EST               | 172.193                         |
| CENTRO                 | 231.545                         |
| SUD                    | 131.342                         |
| ISOLE                  | 120.988                         |
| <b>Media nazionale</b> | <b>173.730</b>                  |

**Prospetto 2** Valore medio abitazioni compravendute dalle persone fisiche per area geografica

Pertanto, una prima ipotesi è che le differenze territoriali analizzate per *cluster* della dinamica, per classe demografica e per area territoriale rinviano le ragioni delle diverse misure di INC\_IP ai diversi livelli del prezzo per unità di abitazione (che ovviamente risentono sia dei valori medi per unità di superficie che della superficie media dell'abitazione). In effetti sono quest'ultimi che, almeno in parte, determinano sia l'ammontare assoluto potenzialmente erogabile con il mutuo, sia la maggiore possibilità, laddove i prezzi sono più bassi, di poter fare a meno del finanziamento.

Nei successivi grafici si mette in relazione la variabile INC\_IP con la differenza tra il valore medio dell'abitazione acquistata con mutuo e quello riferito all'abitazione acquistata senza ipoteca (e correlato mutuo). Occorre anzitutto osservare che tale differenza è sempre positiva. A livello medio nazionale lo scarto è pari a 25mila euro, ovvero le abitazioni acquistate senza ipoteca sono acquistate mediamente ad un prezzo del 13% inferiore a quelle acquistate con mutuo.

Tale differenza è comunque variabile a seconda dei fattori territoriali presi in considerazione (dinamica di mercato, classe demografica o area geografica).

Nella Tabella 7 e nel grafico della Figura 11 è riportata la relazione tra INC\_IP e la differenza tra i valori medi delle abitazioni (Diff VALAB) anzidetta.

L'entità assoluta di Diff VALAB risulta assai ampia per il *cluster* della dinamica ASSENTE/SCARSA e misura percentualmente uno scarto dell'ordine di 1/3, ovvero il valore medio di una abitazione acquistata senza l'ausilio di un mutuo è mediamente inferiore di un terzo rispetto a quello dell'abitazione acquistata con mutuo. In secondo luogo, Diff VALAB decresce al crescere della dinamica e dell'incidenza degli acquisti con mutuo sul totale degli acquisti. Pertanto, la riscontrata correlazione positiva tra dinamica e INC\_IP trova una spiegazione in ragione dell'andamento decrescente (al crescere della dinamica) del differenziale tra il valore medio dell'abitazione acquistata con mutuo rispetto a quello dell'acquisto in assenza di mutuo. In sostanza, laddove c'è per esempio ASSENZA/SCARSITÀ di mercato si possono acquistare abitazioni a prezzi mediamente più bassi che rendono possibile l'acquisto senza mutuo; laddove, anche in questo *cluster* della dinamica, i prezzi oltrepassano una certa soglia (soglia che dipenderà dalle condizioni in cui può esprimersi la domanda effettiva in termini di redditi attesi e di risparmio accumulato) si ricorre comunque all'acquisto con mutuo (14% circa dei casi così come rivela l'INC\_IP).

| Dinamica di mercato    | VALAB (€) NTN_IP 2012 | VALAB (€) NTN_NO IP 2012 | INC_IP 2012 | Diff VALAB 2012 |
|------------------------|-----------------------|--------------------------|-------------|-----------------|
| <b>ASSENTE/SCARSA</b>  | 125.543               | 84.533                   | 14%         | 41.010          |
| <b>DEBOLE</b>          | 133.934               | 104.569                  | 22%         | 29.365          |
| <b>MEDIA</b>           | 159.444               | 137.362                  | 30%         | 22.083          |
| <b>CONSISTENTE</b>     | 172.580               | 160.431                  | 35%         | 12.149          |
| <b>FORTE</b>           | 206.536               | 196.925                  | 44%         | 9.612           |
| <b>Media nazionale</b> | <b>189.557</b>        | <b>164.453</b>           | <b>37%</b>  | <b>25.104</b>   |

Tabella 7 INC\_IP e Diff VALAB per dinamica di mercato (2012) - Fonte: ns elaborazioni su dati OMI-Agenzia-entrate

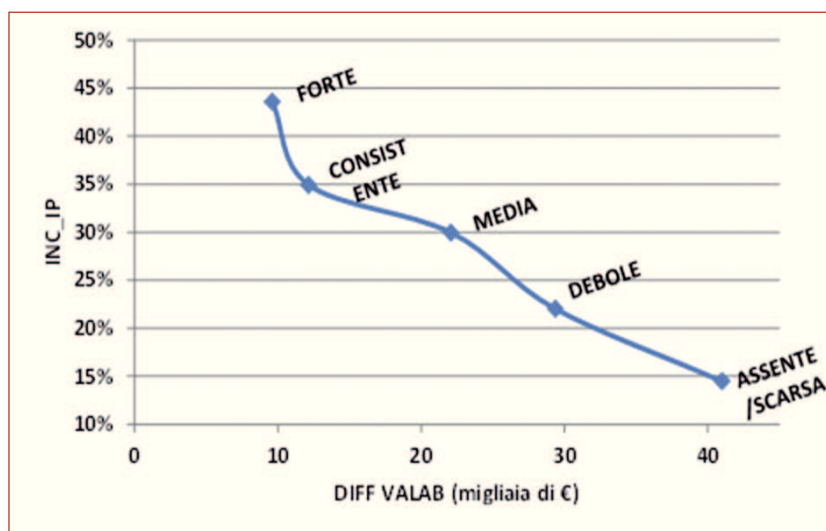


Figura 11 INC\_IP e Diff VALAB per dinamica di mercato (anno 2012)

La stessa tabella e lo stesso grafico sono riproposti per classe demografica (Tabella 8 e Figura 12). In questo caso, non sussiste una netta relazione tra la classe demografica, Diff VALAB e INC\_IP. Si evidenzia soltanto che alla classe oltre 250mila abitanti risulta associata il valore massimo di Diff VALAB e di INC\_IP. Ciò dipende probabilmente dalla maggiore eterogeneità dei prezzi delle abitazioni per cui essendo normalmente più care si ricorre più spesso al mutuo e quelle che non sono assistite da mutuo debbono registrare prezzi mediamente più bassi per effettuare l'acquisto.

| Dinamica di mercato       | VALAB (€) NTN IP<br>2012 VALAB (€) | NTN_NO IP 2012<br>INC_IP 2012 | Diff VALAB 2012 | Diff VALAB 2012 |
|---------------------------|------------------------------------|-------------------------------|-----------------|-----------------|
| <b>fino a 5.000 ab.</b>   | 133.052                            | 109.819                       | 28,8%           | 23.234          |
| <b>5.000-25.000 ab.</b>   | 156.494                            | 140.901                       | 38,4%           | 15.592          |
| <b>25.000-50.000 ab.</b>  | 172.602                            | 154.515                       | 38,2%           | 18.087          |
| <b>50.000-250.000 ab.</b> | 183.371                            | 166.118                       | 37,7%           | 17.253          |
| <b>oltre 250.000 ab.</b>  | 298.961                            | 269.149                       | 39,9%           | 29.812          |
| <b>Media nazionale</b>    | <b>189.557</b>                     | <b>164.453</b>                | <b>37,0%</b>    | <b>25.104</b>   |

Tabella 8 INC\_IP e Diff VALAB per classe demografica (2012) - Fonte: ns elaborazioni su dati OMI-Agenzia-entrate

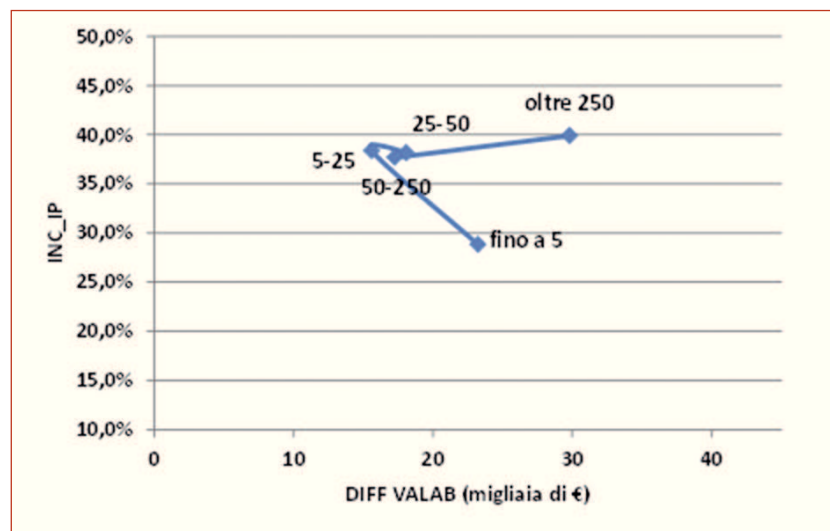
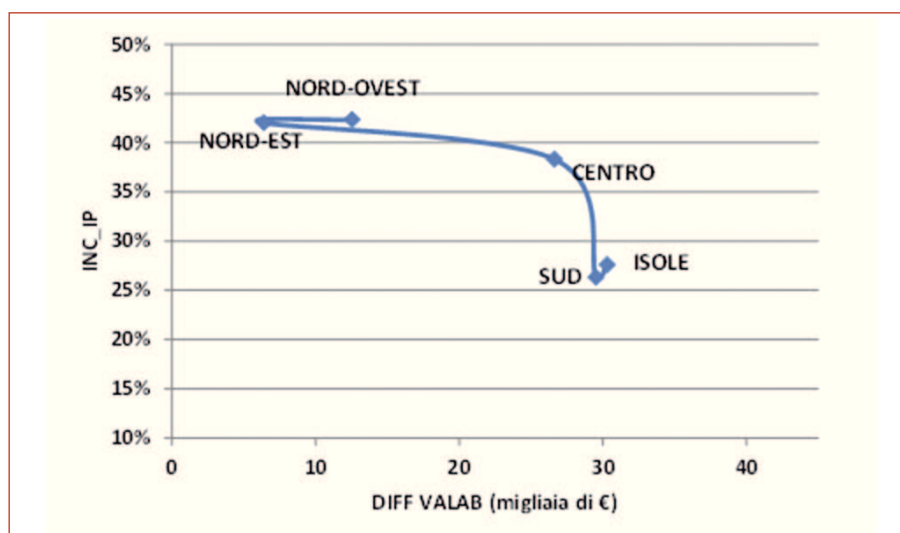


Figura 12 INC\_IP e Diff VALAB per classe demografica in migliaia (anno 2012)

Si rileva invece (Tabella 9 e Figura 13) una correlazione più stringente nel caso si consideri l'area geografica di ubicazione dell'immobile assieme alle altre due variabili (INC\_IP e Diff VALAB). Si registra, infatti, una incidenza bassa e un Diff VALAB alto per il SUD e le ISOLE, una situazione intermedia per il CENTRO e al contrario un'alta incidenza e un basso Diff VALAB per il NORD (NORD-EST e NORD-OVEST presentano un INC\_IP quasi equivalente e un Diff VALAB più alto nel NORD-OVEST rispetto al NORD-EST).

| Dinamica di mercato    | VALAB (€) NTN_IP<br>2012 | VALAB (€)<br>NTN_NO IP 2012 | INC_IP 2012 | Diff. VALAB 2012 |
|------------------------|--------------------------|-----------------------------|-------------|------------------|
| <b>NORD-OVEST</b>      | 184.589                  | 172.045                     | 42%         | 12.544           |
| <b>NORD-EST</b>        | 175.896                  | 169.507                     | 42%         | 6.389            |
| <b>CENTRO</b>          | 247.978                  | 221.332                     | 38%         | 26.646           |
| <b>SUD</b>             | 153.099                  | 123.567                     | 26%         | 29.531           |
| <b>ISOLE</b>           | 142.926                  | 112.619                     | 28%         | 30.308           |
| <b>Media nazionale</b> | <b>189.557</b>           | <b>164.453</b>              | <b>37%</b>  | <b>25.104</b>    |

**Tabella 9** INC\_IP e Diff VALAB per area geografica (2012) - Fonte: ns elaborazioni su dati OMI-Agenzia-entrate

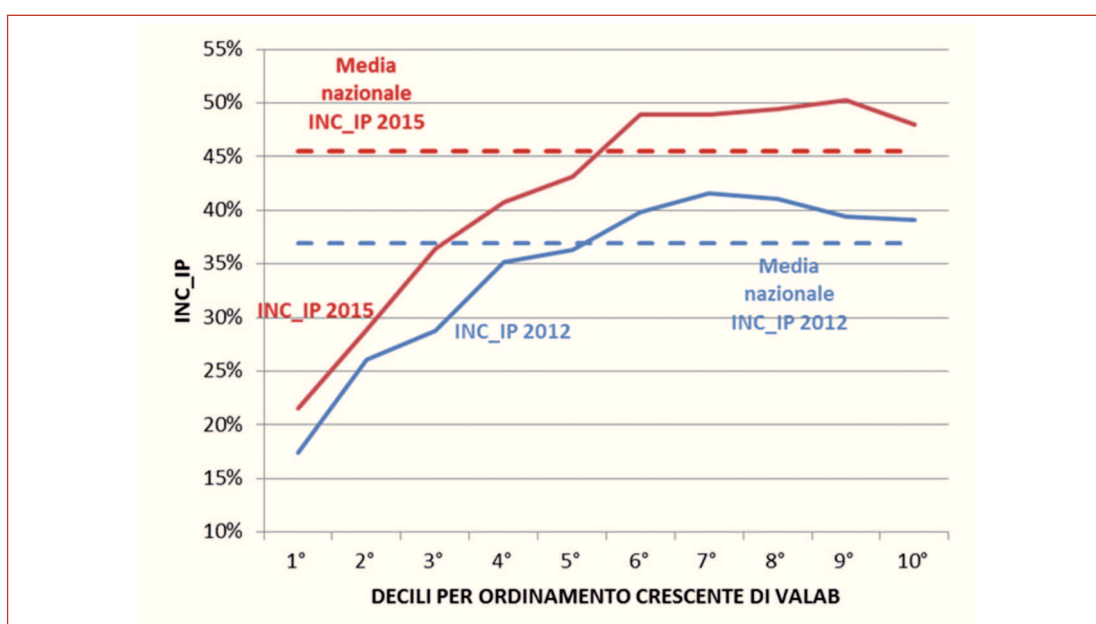


**Figura 13** INC\_IP e Diff VALAB per area geografica (anno 2012)

### I VALORI DI MERCATO: INC\_IP PER CLASSI DI VALORE (ANNI 2012;2015)

Si è argomentato nel paragrafo precedente come la variabilità di INC\_IP dipenda dai diversi valori delle abitazioni che si riscontrano territorialmente. Nella Figura 14 sono quindi riportati i diversi livelli dell'incidenza del numero di abitazioni acquistate con mutuo rispetto al totale (INC\_IP) in relazione alla distribuzione per decili dei comuni ordinati in senso crescente al crescere del valore medio comunale delle abitazioni acquistate con mutuo (VALAB) con riferimento al 2012 e al 2015.

È interessante osservare come l'andamento di INC\_IP è abbastanza simile tra le due diverse annualità per ciascun decile, mostrando solo che l'INC\_IP del 2015 rispetto a quello del 2012 è sistematicamente più elevato per ogni decile (pure se la divergenza tra gli INC\_IP tra i due anni tende ad aumentare al crescere dei decili).

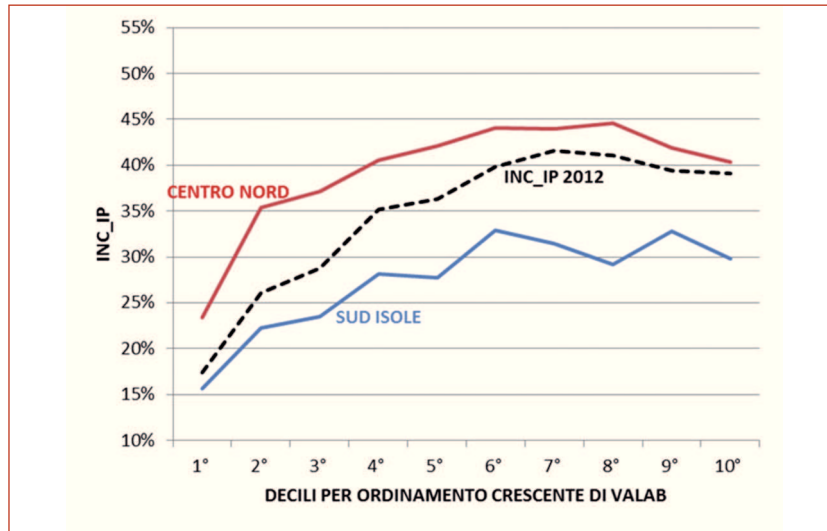


**Figura 14** INC\_IP per decili dei comuni ordinati in senso crescente al crescere del valore (VALAB) medio comunale delle abitazioni acquistate con mutuo - Fonte: ns elaborazioni su dati OMI-Agenzia entrate

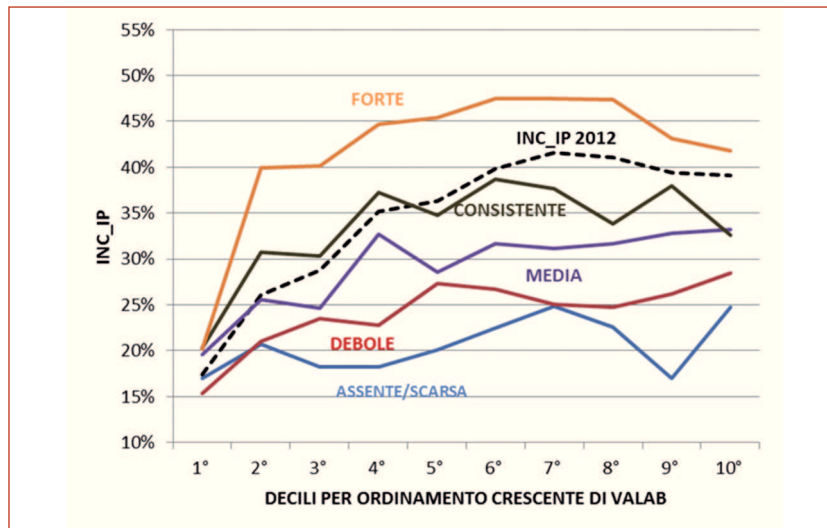
L'altro elemento di interesse è che l'INC\_IP risulta crescente fino al 7° decile (che raggruppa i Comuni con VALAB compreso tra, in cifra tonda 138.800 e 150.500 euro) per poi rimanere relativamente stabile (la differenza massima tra gli INC\_IP oltre il 7° decile è dell'ordine di due punti percentuali). Il numero di unità abitative compravendute appartenenti ai decili superiori al 7° (indipendentemente se con o senza mutuo) sono pari al 59% del totale del numero di abitazioni acquistate (60% nel 2015). Per cui per circa 2/5 delle compravendite il ricorso al mutuo (misurato da INC\_IP) è strettamente correlato ai prezzi, superata la soglia corrispondente al 7° decile, tale correlazione si attenua tendendo ad invertirsi nel decile più alto. Questa stessa analisi grafica è stata ripercorsa per il solo anno 2012 sia con riferimento all'area geografica (aggregando da una parte il CENTRO-NORD e dall'altra il SUD) che alla dinamica di mercato.<sup>13</sup>

<sup>13</sup> In questo la distribuzione per decile è quella effettuata a livello nazionale. Per ciascun decile è stato poi disaggregato il dato per area territoriale considerata (Centro-Nord e Sud-Isole) al fine di calcolare il livello di INC\_IP di ciascuna sub\_area. In altri termini la media nazionale di INC\_IP (linea tratteggiata) per ciascun decile rappresenta la media ponderata del livello INC\_IP delle due sub-aree. Dall'andamento delle linee (la linea tratteggiata si allontana dalla linea di Sud-Isole al crescere dei decili) si ricava che la frequenza per decile dei comuni del Sud-Isole si riduce al crescere di VALAB (e quindi dei decili).

Dalla Figura 15 si osserva che il decile soglia al di sopra della quale INC\_IP non risulta più fortemente correlato alla crescita del valore medio dell'abitazione è il 6° decile, sia per il CENTRO-NORD che per il SUD (e ISOLE). Inoltre, ma era in qualche misura scontato, il livello di INC\_IP è sistematicamente superiore al CENTRO-NORD rispetto al SUD (e ISOLE) indipendentemente dal decile considerato.



**Figura 15** INC\_IP per decili dei comuni ordinati in senso crescente al crescere del valore (VALAB) medio comunale delle abitazioni acquistate con mutuo nel Centro-Nord e nel Sud comprese le Isole (anno 2012)  
Fonte: ns elaborazioni su dati OMI-Agenzia entrate



**Figura 16** INC\_IP per decili dei comuni ordinati in senso crescente al crescere del valore (VALAB) medio comunale delle abitazioni acquistate con mutuo in relazione alla dinamica di mercato (anno 2012)  
Fonte: ns elaborazioni su dati OMI-Agenzia entrate



Una situazione leggermente diversa si ha se la stessa analisi viene ripercorsa in relazione alla dinamica di mercato (vedi Figura 16).<sup>14</sup>

In questo caso la soglia 7° decile (VALAB compreso tra 138.800 e 150.500 euro) risulta significativa solo per il *cluster* della dinamica FORTE. Per le altre classi la relazione tra INC\_IP e i decili dei comuni ordinati in senso crescente al crescere di VALAB risulta più fluida e meno determinata. Per fare un esempio, per il *cluster* della dinamica MEDIA, l'INC\_IP più elevato si riscontra al 10° decile (33,2%), ma si riscontrano due picchi al 4° e al 9° decile (in entrambi i casi 32,7%).

In sintesi, si può così riepilogare:

- a) le abitazioni acquistate con un mutuo avente a garanzia ipotecaria la stessa abitazione acquistata, sono una quota (INC\_IP) rilevante, variabile in relazione al ciclo del credito (tassi di interesse e politiche creditizie degli istituti erogatori), ma che solo nell'anno di massima espansione del mercato immobiliare (2006) ha raggiunto il 50 per cento; esiste quindi una quota ancor più rilevante di abitazioni non acquistate attraverso quella tipologia di finanziamento;
- b) i dati disponibili non consentono, al momento attuale, di conoscere quanta parte di abitazioni acquistate senza mutuo nella peculiare forma anzidetta, è acquistata sempre con mutuo ma con la garanzia ipotecaria iscritta su altri immobili di proprietà;
- c) dato il punto b), si è osservato che alcuni fattori territoriali hanno probabilmente influenza sul livello medio di INC\_IP; in particolare si è verificato che al crescere della dinamica di mercato locale cresce il livello di INC\_IP e che il livello di INC\_IP è sistematicamente più elevato al Centro-Nord che al Sud (e Isole);
- d) si è poi argomentato che l'influenza di questi fattori territoriali potrebbe essere connessa ai livelli medi dei valori delle abitazioni; si è infatti riscontrato che esiste una sistematica divergenza dei valori delle abitazioni (VALAB) acquistate con mutuo (sempre nella forma della garanzia ipotecaria iscritta sulla stessa abitazione acquistata) e quelle senza tale forma di mutuo; tale divergenza di valori tende a ridursi al crescere della dinamica di mercato e contemporaneamente tende a salire il livello di INC\_IP, mentre, rispetto all'area geografica, la divergenza di valori tende a ridursi passando dal Sud al Nord e contemporaneamente tende a salire il livello di INC\_IP;
- e) infine, si è in ultimo osservato che il livello di INC\_IP tende ad aumentare all'aumentare dei decili dei comuni ordinati in senso crescente al crescere di VALAB riferito agli acquisti con mutuo (sempre nella forma anzidetta) fino al 7° decile (VALAB compreso tra 138.800 e 150.500 euro); oltre questa soglia il livello di INC\_IP tende a stabilizzarsi; questo fatto si riscontra disaggregando per Centro-Nord e per Sud (e Isole), mentre è meno netto se la disaggregazione avviene per dinamica di mercato, nel senso che per i *cluster* a minor dinamica (ASSENTE/SCARSA, DEBOLE E MEDIA) il livello di INC\_IP rispetto alle classi di VALAB non mostra andamenti certi.

A questo punto si punterà l'attenzione su alcune variabili determinate anche dalle politiche del credito stabilite dagli istituti finanziari (banche in primo luogo).

<sup>14</sup> Valgono le stesse considerazioni svolte nella nota precedente riguardo alla Figura 15.

## UNA STIMA DEL LOAN TO VALUE (LTV)

Un primo problema è rappresentato dalla stima del *loan to value* (LTV) che rappresenta l'ammontare del capitale erogato rispetto all'ammontare del valore stimato dalla banca sull'abitazione su cui iscrivere ipoteca quale garanzia del credito stesso. Questa variabile assieme al merito di credito del soggetto richiedente (sintetizzabile dal rapporto tra l'importo della rata dovuta per la restituzione del debito e il reddito disponibile del richiedente il credito) rappresenta una variabile determinata dalla politica degli istituti di credito ed è influenzata dalle politiche (anche di vigilanza) della Banca centrale.

Ai nostri fini per stimare LTV dovremmo disporre dei valori delle abitazioni date in garanzia e del capitale erogato. Quest'ultimo dato, come si è già accennato è disponibile e pubblicato negli archivi dell'OMI. Mentre per il primo si deve accettare quale *proxy* il valore basato utilizzando le quotazioni OMI. Quest'ultime sono disponibili per ciascuna zona OMI e quale media comunale. Per poter disporre del valore medio comunale di ciascuna abitazione è indispensabile però conoscere per ciascun comune il totale della superficie delle abitazioni compravendute e distintamente il totale della superficie di quelle acquistate con mutuo. Tale dato è disponibile solo per gli anni 2012-2015.

Pertanto, per gli anni precedenti, al fine di comprendere l'andamento nel tempo della variabile LTV si è dovuti ricorrere ad una stima di larga massima.<sup>15</sup>

I valori stimati di LTV per i diversi anni sono riportati nella Figura 17.

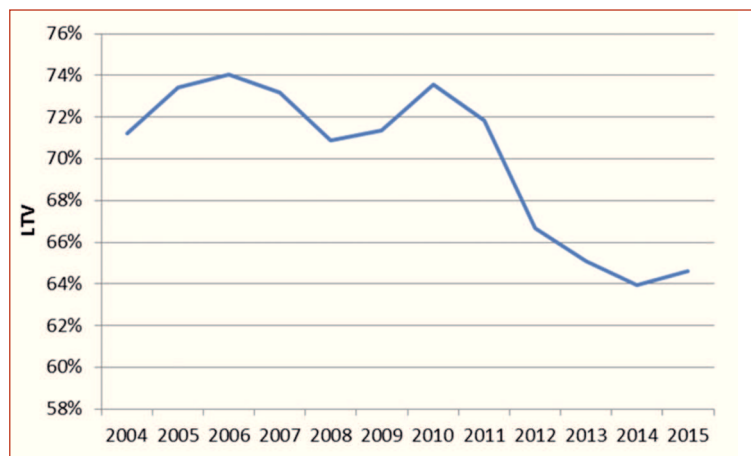


Figura 17 LTV anni 2004-2015 - Fonte: ns elaborazioni su dati OMI-Agenzia entrate

<sup>15</sup> Il valore complessivo di scambio (fatturato) di tutte le abitazioni per ciascun anno (quotazione media comunale OMI per totale della superficie comunale delle abitazioni acquistate) è un dato conosciuto e pubblicato dall'OMI. Si è quindi anzitutto calcolato per ciascun comune il fatturato dei soli acquisti delle persone fisiche (NTN\_PF) mediante una semplice proporzione tra il numero di abitazioni acquistate dalle persone fisiche (dato conosciuto) e il numero del totale delle abitazioni acquistate (NTN, dato ovviamente conosciuto). Stimato in questo modo il fatturato comunale relativo a NTN\_PF, si è proceduto a stimare il fatturato relativo a quella parte di acquisti delle persone fisiche effettuato mediante mutuo con ipoteca iscritta sulla stessa abitazione acquistata (NTN\_IP). In questo caso si è proporzionato, per ciascun comune, il fatturato NTN\_PF in base al rapporto tra NTN\_IP (dato conosciuto) e NTN\_PF. In questo modo si dispone di una stima in ciascun anno del fatturato relativo a NTN\_IP. Si può stimare LTV per ciascun comune rapportando il totale del capitale erogato per mutui (nella forma anzidetta) in ciascun Comune per la stima del fatturato relativo a NTN\_IP. Procedendo in tal modo, tuttavia, si commette un errore, che tende a compensarsi in parte a livello aggregato (nazione e regioni), dovuto al fatto che le diverse stime di fatturato effettuate (per NTN\_PF e NTN\_IP) implicano l'ipotesi che le proporzioni tra NTN\_PF e NTN e tra NTN\_IP e NTN\_PF siano uguali a quelle che otterremmo se utilizzassimo le relative superfici e non il numero di abitazioni. Tale ipotesi non è affatto vera. Tuttavia, per gli anni 2012 e 2015, disponendo del fatturato specifico per gli acquisti di NTN\_IP (in quanto si dispone delle superfici compravendute delle abitazioni acquistate con mutuo) è stato possibile misurare l'errore che si commette con questa stima di larga massima. La media degli errori dei quattro anni anzidetti è stato assunto quale fattore correttivo della serie storica 2004-2011 (4% in ciascun anno e quindi quale media degli anni 2002-2015). Tale fattore correttivo è stato poi ricalcolato per ogni diversa aggregazione analizzata (dinamica e dimensione di mercato, area geografica, regione). Si tratta quindi, per l'LTV degli anni 2004-2011, di dati utilizzabili per avere un ordine di grandezza delle tendenze, ma sicuramente migliorabili.

Si può notare come nella fase di crescita del ciclo (fino al 2006) i valori di LTV sono crescenti: dal 71% del 2004, raggiungono il 74% nel 2006. Valori alti, ma che mediamente possono considerarsi ancora prudenziali. Per essere prudente l'entità del prestito (a parte il DSTI) deve collocarsi ad una quota del valore del bene dato in garanzia tale da poter ragionevolmente attendersi che in caso di discesa dei prezzi il valore della garanzia non risulti inferiore al capitale residuo del debito.

Nella prima fase della crisi (2007-2010) il valore di LTV torna al livello del 71% nel 2008 e poi riprende a salire fino al 73,6% nel 2010. Sostanzialmente per l'intero periodo 2004-2010 il livello di LTV oscilla tra il 71% e il 74%. È a partire dal biennio 2011-2012 che le conseguenze della crisi, con la seconda recessione, si fanno sentire mutando significativamente le politiche degli istituti di credito. Il livello di LTV scende infatti drasticamente fino al 2014 di oltre 10 punti, portandosi al 64% e aggravando quindi le possibilità di accesso al mutuo<sup>16</sup> anche nella fase di riduzione dei tassi di interesse (partire dal 2012). Solo nel 2015 il livello di LTV tende ad aumentare.

Svolgendo un semplice esercizio di regressione e utilizzando quale variabile dipendente NTN\_IP e quali variabili esplicative il LTV e il tasso di interesse (INT) per gli anni 2004-2015 risulta una relativa correlazione ( $R^2$  corretto pari a 0,67), con significativo e positivo il coefficiente di LTV ma non di INT. D'altra parte anche le figure mettono in evidenza che l'andamento di NTN\_IP appare più correlato a quello di LTV rispetto a quel che si evidenzia rispetto a INT.

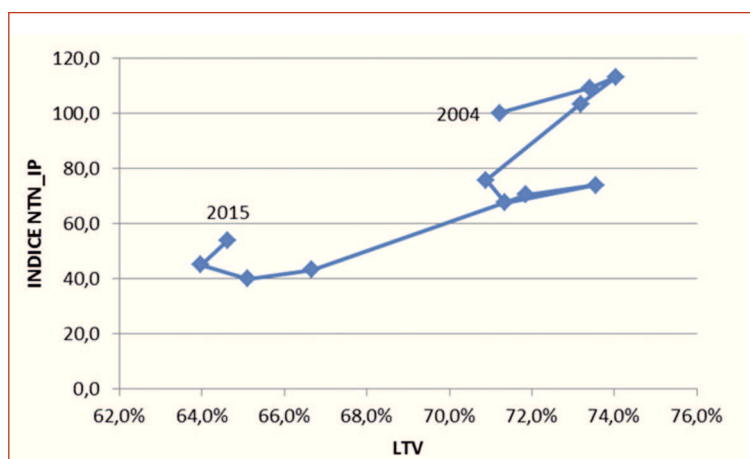


Figura 18 Indice NTN\_IP e LTV (2004-2015) - Fonte: ns elaborazioni su dati OMI-Agenzia entrate

<sup>16</sup> E' ovvio infatti che a parità di prezzo di una abitazione, un LTV più basso, comporta per l'acquirente la necessità di trovare la quota rimanente del capitale necessario all'acquisto. In ogni caso anche in caso di discesa dei prezzi, per mantenere il valore assoluto del capitale residuo invariato, tale discesa deve essere assai più che proporzionale alla riduzione del LTV. Una condizione che difficilmente può accadere.

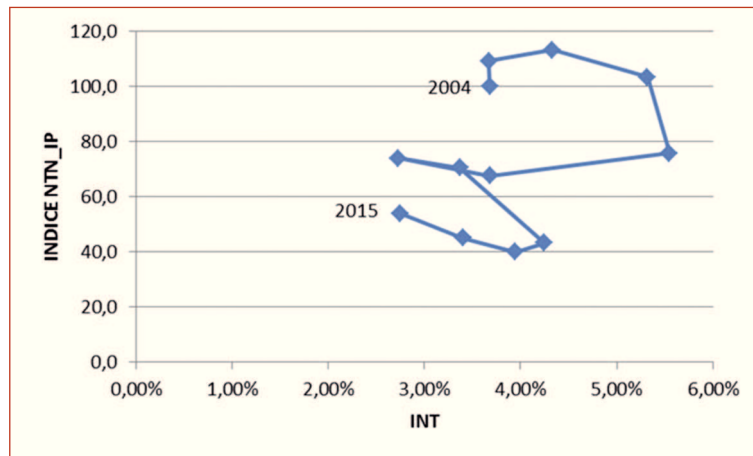


Figura 19 Indice NTN\_IP e INT (2004-2015 - Fonte: ns elaborazioni su dati OMI-Agenzia entrate

In effetti, dalla Figura 18 emerge come nei periodi in cui aumenta LTV, anche le compravendite di abitazioni tendono ad aumentare rispondendo così alla migliore accessibilità al credito (in termini di minor capitale residuo necessario da parte dell'acquirente); mentre nei periodi in cui LTV diminuisce, le compravendite tendono a ridursi.

Non così per il tasso di interesse (Figura 19), la cui influenza sugli acquisti assistiti da mutui sembra più indeterminata.

L'andamento nel tempo di LTV disaggregato in relazione ai diversi fattori territoriali (dimensione di mercato, dinamica, classe demografica, area geografica) non presenta differenze significative rispetto a quello manifestato a livello medio nazionale (vedi Figure da 20 a 23).

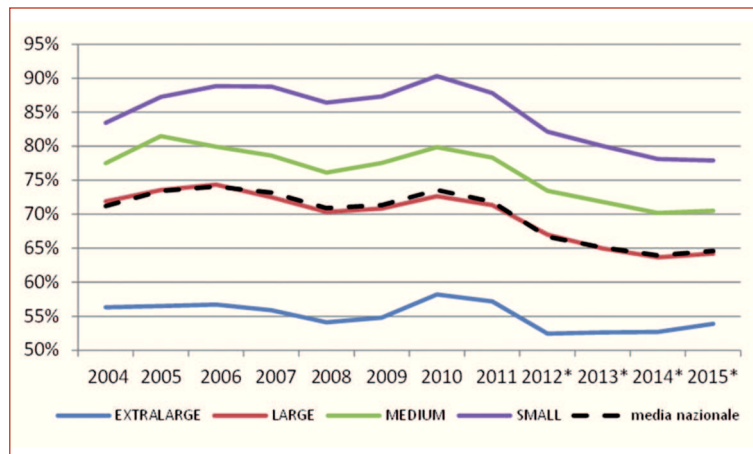


Figura 20 LTV per dimensione di mercato - Fonte: ns elaborazioni su dati OMI- Agenzia entrate

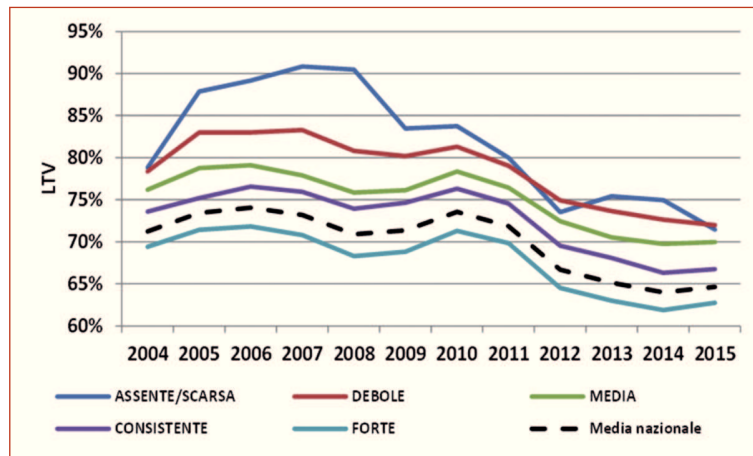


Figura 21 LTV per dinamica di mercato - Fonte: ns elaborazioni su dati OMI- Agenzia entrate

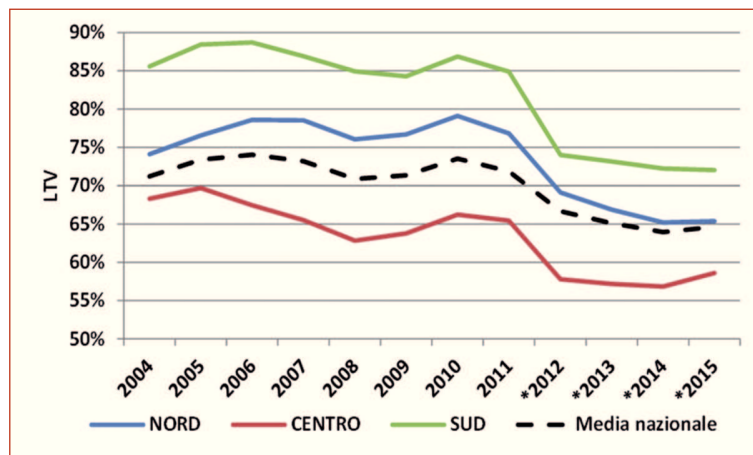


Figura 22 LTV per area geografica - Fonte: ns elaborazioni su dati OMI- Agenzia entrate

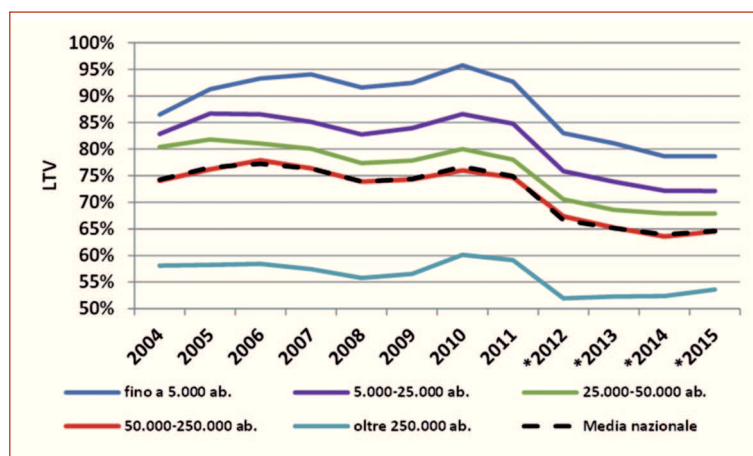


Figura 23 LTV per classe demografica - Fonte: ns elaborazioni su dati OMI- Agenzia entrate

Vi sono però alcuni dati strutturali che emergono. Anzitutto in ciascun anno il livello medio di LTV è disposto in senso decrescente alla gerarchia della dimensione di mercato (Figura 20) e della dinamica di mercato (Figura 21). Quest'ultimo dato sembrerebbe contro intuitivo. In effetti, in condizioni di assenza o scarsità di dinamica, erogare un credito avente a garanzia una ipoteca sull'abitazione acquistata è certamente più rischioso in un mercato con poche o nulla compravendite, per la condizione di elevata illiquidità dell'immobile in caso di insolvenza. Pur tuttavia, il livello di LTV in questi Comuni a scarsa dinamica è tra i più elevati. La spiegazione può essere che il maggior rischio di questi mercati venga "scontato" concedendo in proporzione meno crediti (l'incidenza degli acquisti con mutuo, INC\_IP, è infatti particolarmente bassa relativamente al *cluster* della dinamica ASSENTE/SCARSA), ma a quei soggetti a cui si eroga il credito le banche non lesinano sul capitale necessario a finanziare la maggior parte del prezzo dell'immobile, applicando un LTV elevato. Sembrerebbe che in questi mercati la garanzia ipotecaria del mutuo è meno importante, se così si può dire, rispetto al merito del credito relativo alle potenzialità di restituire il prestito da parte del soggetto richiedente. D'altra parte questa scelta è possibile anche perché (come si è visto in precedenza) in tali contesti i valori degli immobili sono più contenuti e quindi, in assoluto, sono altrettanto contenuti gli importi del capitale di credito che le banche si trovano a dover erogare.

Si evidenzia, inoltre, (Figura 22) che in ciascun anno i livelli di LTV sono più elevati al SUD, il NORD mostra livelli intermedi ed il CENTRO mostra invece quelli più bassi. La differenza di livello di LTV tra SUD e CENTRO è pari, come media degli anni considerati, a circa 19 punti percentuali (ovvero il livello di LTV è pari mediamente a circa 19 punti percentuali in più rispetto al CENTRO). Tale differenza ha un andamento crescente fino al 2008 e poi, con la crisi, la differenza di LTV si riduce ad un livello inferiore a quello del 2004.

Infine, per classe demografica (Figura 23), il livello LTV si dispone strutturalmente (in quanto ciò avviene in ciascuna annualità considerata) in senso decrescente al crescere della classe demografica.

Le differenze strutturali osservate dei livelli di LTV in relazione ai diversi fattori territoriali considerati è possibile che dipendano, come si è accennato, anche dai livelli assoluti dei prezzi medi comunali delle abitazioni. Dalle Figure 24, 25 e 26 si può osservare, infatti, che la disposizione gerarchica degli LTV tende a ridursi al crescere della dinamica (ad eccezione del passaggio da ASSENTE/SCARSA a DEBOLE) e della classe demografica e contemporaneamente tende ad aumentare il valore medio comunale dell'abitazione acquistata con mutuo (VALAB NTN\_IP). Per l'area geografica la relazione va dai livelli intermedi di LTV e di VALAB NTN\_IP nelle aree del NORD, ai livelli bassi di LTV e alti di VALAB NTN\_IP per il Centro e poi, all'inverso, per valori alti di LTV e bassi di VALAB NTN\_IP per le aree meridionali.

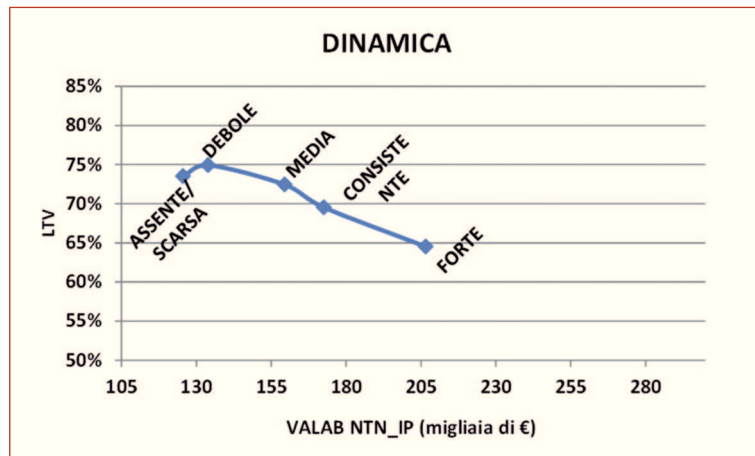


Figura 24 LTV e VALAB NTN\_IP (2012) per dinamica - Fonte: ns elaborazioni su dati OMI-Agenzia entrate

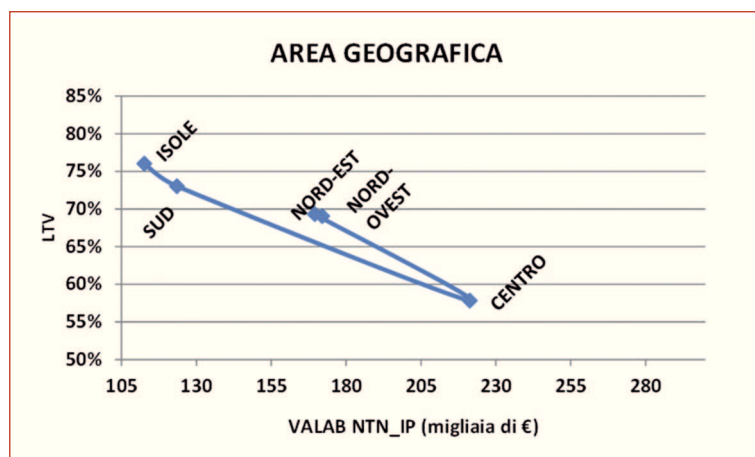


Figura 25 LTV e VALAB NTN\_IP (2012) per area geografica - Fonte: ns elaborazioni su dati OMI-Agenzia entrate

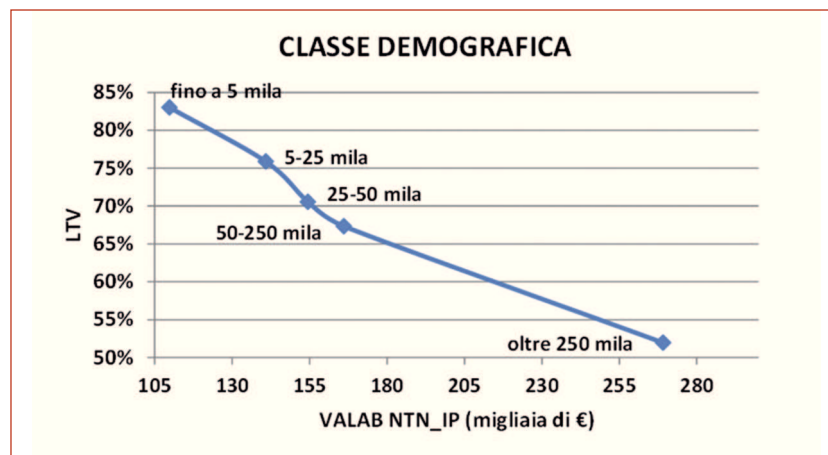


Figura 26 LTV e VALAB NTN\_IP (2012) per classe demografica - Fonte: ns elaborazioni su dati OMI-Agenzia entrate

La politica del credito decisa dalle banche sembrerebbe dunque influenzata dalle condizioni locali dei mercati che agiscono sul fronte della dinamica di mercato, dell'area territoriale e della classe demografica in funzione di due fattori: il grado di illiquidità dell'investimento e il valore dell'abitazione. Oltre a ciò è possibile che agisca, ma non si è in grado di apprezzarne la misura, la capacità di selezionare il merito del credito del soggetto richiedente. Capacità che probabilmente si fonda su elementi soggettivi ma reali di conoscenza, disponibili nelle minori e più piccole realtà locali, che tendono ovviamente a disperdersi al crescere della dimensione del mercato e dei soggetti richiedenti.

Infine, nella Figura 27 è riportato un grafico in cui sull'ordinata è riportato il valore di INC\_IP e sull'ascissa il valore di LTV.

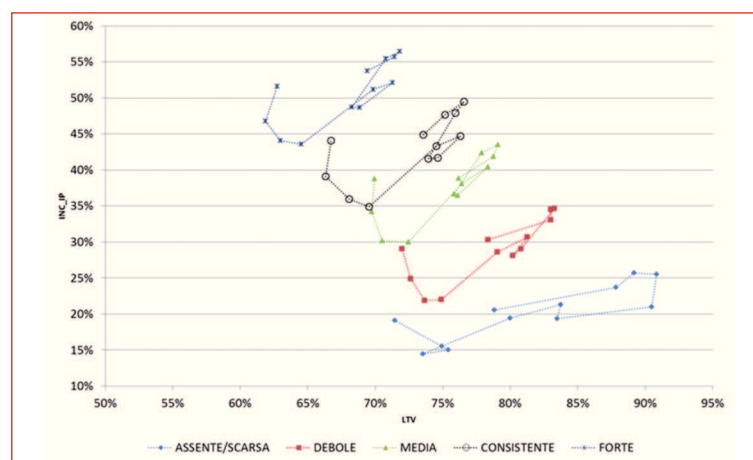


Figura 27 LTV e INC\_IP (2004-2015) - Fonte: ns elaborazioni su dati OMI-Agenzia entrate

Nel grafico la relazione tra le due variabili è riportata per ciascun anno del periodo considerato e per ciascun *cluster* della dinamica. Appare netta la relazione inversa tra INC\_IP e LTV al crescere della dinamica di mercato: quindi tanto più la dinamica di mercato è intensa, tanto più alta è l'incidenza degli acquisti con mutui sul totale e tanto minore è la quota di prezzo dell'abitazione che tale mutuo finanzia. Gli andamenti nel periodo sono relativamente simili tra i diversi *cluster* della dinamica ad eccezione di quello ASSENTE/SCARSA che mostra una forma assai più allungata verso destra. In effetti dal 2004 al 2007-2008 a fronte di un INC\_IP che è variato di circa 5 punti percentuali, il livello di LTV è cresciuto di oltre 12 punti percentuali, per ridiscendere drasticamente di oltre 19 punti dal 2008 al 2015.



## TASSI DI INTERESSE E CARATTERISTICHE TERRITORIALI

L'altra variabile chiave della politica di erogazione del credito è il tasso di interesse. Si rammenta che il dato disponibile riguarda il tasso di interesse applicato alla prima rata del mutuo senza distinzione se fisso o variabile. Rappresenta comunque un dato indicativo per comprendere l'evoluzione nel tempo dei tassi di interesse, anche in relazione ai fattori territoriali utilizzati finora.

A quest'ultimo riguardo le Figure 28, 29 e 30 mostrano che gli andamenti del tempo dei tassi di interesse sono del tutto analoghi per area geografica, per classe demografica e per dinamica di mercato.

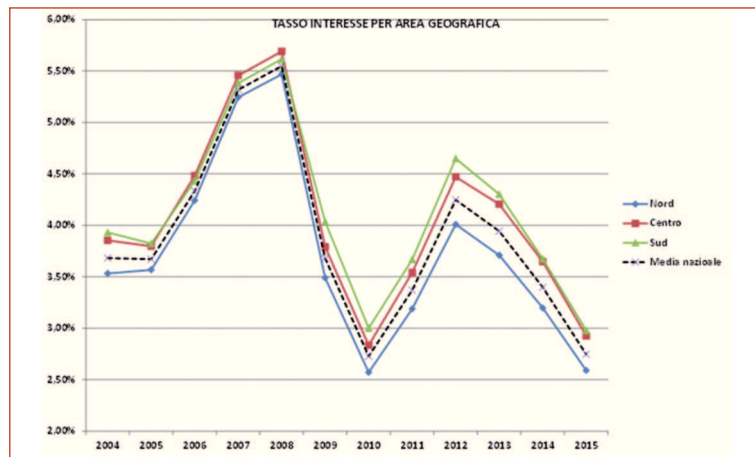


Figura 28 Tasso di interesse per area geografica (2004-2015) - Fonte: ns elaborazioni su dati OMI Agenzia entrate

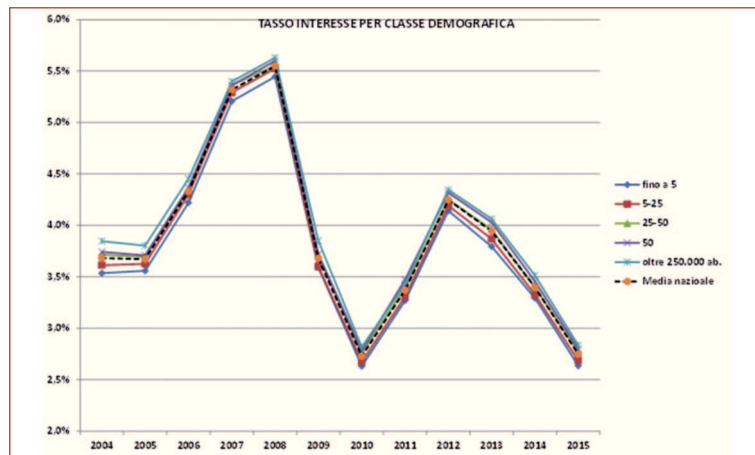


Figura 29 Tasso di interesse per classe demografica (2004-2015) - Fonte: ns elaborazioni su dati OMI Agenzia entrate

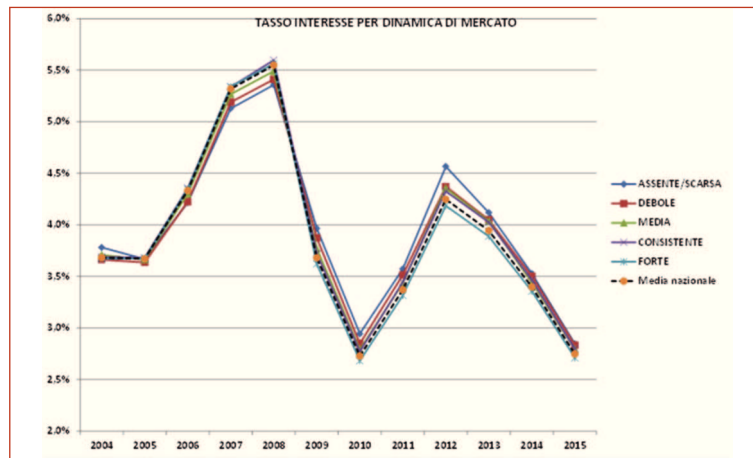


Figura 30 Tasso di interesse per dinamica di mercato - Fonte: ns elaborazioni su dati OMI Agenzia entrate

I differenziali dei tassi di interesse tra le diverse caratteristiche dei territori, pur non essendo particolarmente elevati, presentano tuttavia alcune particolarità (Figure 31, 32 e 33). Relativamente alla dinamica di mercato (Figura 31) i differenziali dei tassi di interesse rispetto alla media nazionale sono minimi fino al 2005, si allargano, ma senza una gerarchia definita per dinamica di mercato fino al 2008, continuano ad ampliarsi significativamente fino al 2010 ma questa volta con una gerarchia definita, che rimane sostanzialmente inalterata fino al 2015, caratterizzata da differenziale rispetto alla media rimane superiore a 1 ma con un valore via via minore all'aumentare della dinamica fino al cluster della dinamica FORTE che, invece, risulta inferiore alla media. Nella media del periodo 2009-2015 il differenziale tra il cluster della dinamica ASSENTE SCARSA e quello FORTE è stato mediamente di 0,25 punti percentuali di tasso di interesse. Tale differenziale si è costituito in modo abbastanza stabile dopo l'inizio della crisi del 2008-2009 proprio perché, come già argomentato, mercati più dinamici sono meno rischiosi per la banca in termini di liquidità dell'asset e quindi il differenziale può essere rappresentativo quale proxy del premio sul rischio richiesto dalle banche.

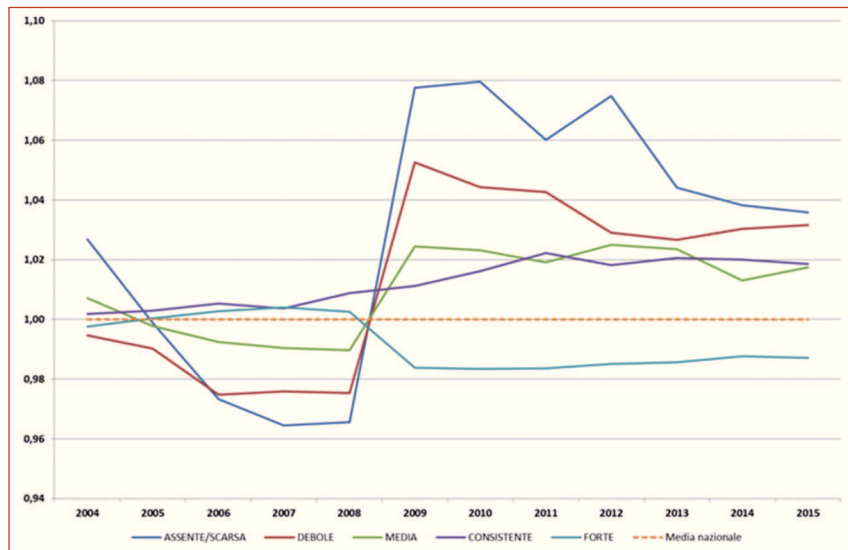
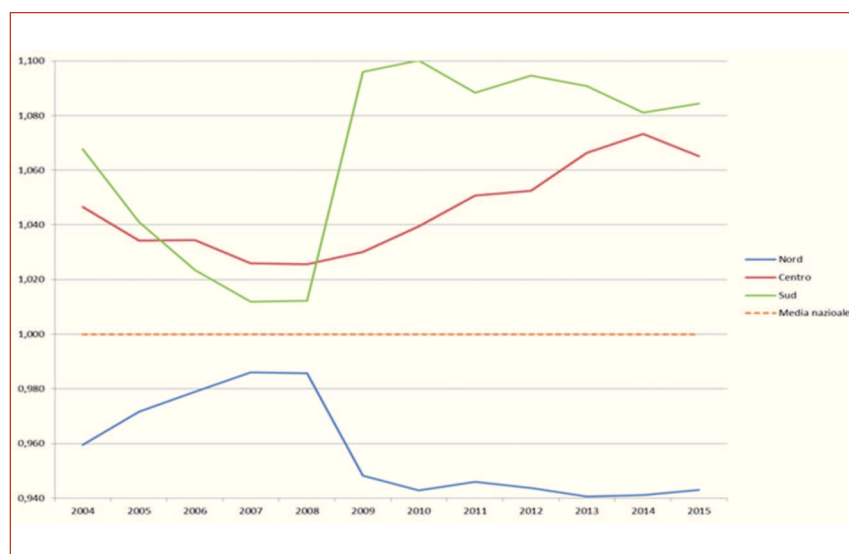


Figura 31 Differenziali tassi di interesse rispetto alla media nazionale per dinamica di mercato (anni 2004-2015) Fonte: ns elaborazioni su dato OMI-Agenzia entrate

Con riferimento alla classe demografica (Figura 32) i differenziali dei tassi di interesse rispetto alla media si dispongono, per l'intero periodo considerato, in un ordine gerarchico che vede crescere il differenziale al crescere della classe demografica (con qualche intersecazione tra la classe demografica di 50-250 mila abitanti e quella oltre 250 mila abitanti). Qui il premio per il rischio sembra essere crescente al crescere dell'ampiezza del comune. È possibile che in questo caso la conoscenza del merito del credito dei soggetti richiedenti, ritenuta potenzialmente più adeguata nei piccoli centri rispetto ai grandi, conduca ad una riduzione del premio sul rischio per le classi demografiche più basse. Con riferimento, infine, all'area geografica, la Figura 33 mostra con evidenza una netta divisione dei differenziali tra il Centro-sud e il Nord, con quest'ultimo che registra nell'intero periodo il differenziale inferiore ad 1. L'aspetto interessante è che mentre prima della crisi i differenziali delle diverse aree sembravano convergere, con l'esplosione della crisi del 2008-2009 i differenziali per area geografica dei tassi tendono ad aumentare e raggiungono la massima divergenza con la seconda crisi del 2012. In quell'anno i tassi di interesse al NORD sono inferiori di 0,46 punti rispetto al CENTRO e di 0,64 rispetto al SUD. Il differenziale dei tassi per area è da mettere in relazione al rischio "economia" presente in un paese duale come il nostro. In altri termini al SUD (e con il progredire della crisi anche al Centro) il merito del credito del soggetto richiedente è potenzialmente più rischioso per il fatto che, ad esempio, in caso di rovescio della situazione lavorativa la possibilità di ricollocarsi in tempi rapidi è meno probabile nelle aree meridionali e quindi risulta più alto il rischio potenziale di insolvenza.



**Figura 32** Differenziali tassi di interesse rispetto alla media nazionale per classe demografica dei comuni (anni 2004-2015)  
Fonte: ns elaborazioni su dai OMI-Agenzia entrate



**Figura 33** Differenziali tassi di interesse rispetto alla media nazionale per area geografica (anni 2004-2015)  
Fonte: ns elaborazioni su dati OMI-Agenzia entrate

I tassi di interesse rispondono quindi principalmente a condizioni di concorrenza del mercato monetario e finanziario, influenzate dalle politiche delle banche centrali, che tendono ad uniformare, di fatto, le politiche dei tassi a livello nazionale. Questa è la ragione per cui le fluttuazioni sull'asse temporale dell'indicatore dei tassi qui utilizzato (il tasso applicato alla prima rata del mutuo) è sostanzialmente omogeneo per le diverse caratteristiche territoriali. Esistono, tuttavia, alcuni differenziali strutturali tra alcune di queste caratteristiche che sono state evidenziate dall'analisi dei grafici.

## BREVI CONCLUSIONI

Con questo lavoro si è voluto descrivere, sulla base dei dati disponibili presso l'Osservatorio del mercato immobiliare dell'Agenzia delle entrate, l'andamento delle principali variabili connesse ai mutui ipotecari per l'acquisto di abitazioni (nella specifica forma dei mutui erogati ponendo a garanzia l'abitazione acquistata) e le caratteristiche territoriali di tali variabili.

In generale, si può affermare che nonostante le forti uniformità dettate dalla concorrenza, dalle politiche delle banche centrali e dalla interconnessione sempre più forte tra i mercati finanziari (sempre meno nazionali e sempre più globali), permangono alcune diversità strutturali (più o meno lievi) connesse alle caratteristiche territoriali. Se, dunque, l'andamento nel tempo di alcune variabili cruciali relativamente ai mutui (l'incidenza degli acquisti con mutui sul totale degli acquisti di abitazioni, il *loan to value*, il tasso di interesse) si manifesta in termini relativamente omogenei, anche se disaggregate per caratteristiche territoriali (principalmente: classi di dinamica di mercato, classi demografiche dei comuni, area geografica), emerge sovente uno specifico ordinamento di tali variabili per caratteristica territoriale.

Un ordinamento che può definirsi *strutturale* quando permane nel tempo (almeno sulla base di quanto osservato nel periodo considerato), come è il caso, per esempio, del tasso di interesse che risulta sistematicamente più basso al NORD rispetto alle altre aree geografiche, oppure per il *loan to value* che risulta sistematicamente più elevato laddove è più bassa la dinamica di mercato. Ordinamenti che talvolta mutano in relazione a variazioni significative del ciclo economico generale (è ancora il caso dei differenziali dei tassi di interesse).

L'analisi descrittiva condotta, oltre a potersi considerare preliminare ad eventuali approcci più analitici, ha consentito comunque di esplorare gli aspetti territoriali delle principali variabili connesse ai mutui ipotecari per l'acquisto di una abitazione. Da essa può trarsi anche qualche argomento volto ad indurre verso la cautela per l'utilizzo di politiche macroprudenziali che agiscono soprattutto, almeno per ora, su interventi di carattere settoriale ma nazionali. Per un paese come l'Italia, in cui la diversità territoriale rappresenta, nel bene e nel male, una sua caratteristica peculiare, un approccio per aggregati nazionali di siffatte politiche potrebbe conseguire risultati appropriati su alcuni territori, ma assolutamente inidonei su altri. Si consideri, ad esempio, un intervento volto ad una riduzione del LTV medio praticato da ciascuna banca. Ciò comporterebbe, nei territori con scarsa o nulla dinamica di mercato, un'ulteriore riduzione degli acquisti effettuati con mutui, la cui incidenza sul totale è normalmente assai bassa (nel periodo considerato 2004-2015, l'incidenza INC\_IP ha raggiunto il massimo con il 25 circa nel 2006) con effetti che possono risultare socialmente indesiderati in ordine alla possibilità di acquisto delle abitazioni in questi Comuni.

In ogni caso, ai fini dei nuovi compiti assegnati all'Osservatorio del mercato immobiliare dell'Agenzia delle entrate e riportati nell'introduzione, lo sviluppo del sistema informativo inerente ai mutui ipotecari rappresenta una necessaria opportunità da conseguire nel più breve tempo possibile.

#### Bibliografia

- Angelini P. (2015), *Le politiche macroprudenziali: una discussione dei principali temi*, in Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, n. 271, giugno 2015.
- Barbaccia I. - Serafini S. (2015), *Ciclo immobiliare e ruolo del credito*, in Quaderni dell'Osservatorio 2015, consultabile su [http://www1.agenziaentrate.gov.it/documentazione/omi\\_quaderni/quaderni\\_2015.pdf](http://www1.agenziaentrate.gov.it/documentazione/omi_quaderni/quaderni_2015.pdf)
- Ciani D., Cornacchia W, Garofalo P. (2014), *Le misure macroprudenziali introdotte in Europa per il settore immobiliare*, in Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, n. 227, settembre 2014.
- Cornacchia W, (2016) *Assessing Financial Stability Risks Arising from the Real Estate Market in Italy*, presentazione in occasione del convegno scientifico "La società italiana e le grandi crisi economiche 1929-2016" per il 90° dell'istituzione dell'ISTAT, tenuto presso l'università Sapienza di Roma il 26 novembre 2016.
- FMI (2016), *Global Housing Watch*, novembre 2016, consultabile su <http://www.imf.org/external/research/housing/report/pdf/1116.pdf>
- FMI (2017), *Global Housing Watch*, gennaio 2017, consultabile su [http://www.imf.org/external/research/housing/report/pdf/Q1\\_2017.pdf](http://www.imf.org/external/research/housing/report/pdf/Q1_2017.pdf).
- Goodhart C – Hofmann B, (2008), *House prices, money, credit and the macroeconomy*, in European Central Bank, Working Paper Series n. 888, aprile 2008, ECB
- Guerrieri G. (2016), *Livello e andamento dei valori di mercato e dei valori catastali (2000-2015)*, in Quaderni dell'Osservatorio 2016, consultabile su [http://www1.agenziaentrate.gov.it/documentazione/omi\\_quaderni/Quaderni\\_2016r.pdf](http://www1.agenziaentrate.gov.it/documentazione/omi_quaderni/Quaderni_2016r.pdf)
- Hartmann P. (2015), *Real estate markets and macroprudential policy in Europe*, in European Central Bank, Working Paper Series n. 1796, maggio 2015
- ISTAT (2017), *Prezzi delle abitazioni*, aprile 2017, consultabile su <http://www.istat.it/it/files/2017/04/CS-abitazioni-provv-Q42016.pdf?title=Prezzi+delle+abitazioni+-+04%2Fapr%2F2017+-+Testo+integrale.pdf>
- Nobili A. – Zollino F. (2012), *A structural model for the housing and credit markets in Italy*, in Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 887, gennaio 2012
- Osservatorio mercato immobiliare dell'Agenzia delle entrate, Rapporto residenziale (vari anni) consulta <http://www.agenziaentrate.gov.it/wps/content/Nsilib/Nsi/Documentazione/omi/Pubblicazioni/Rapporti+immobiliari+residenziali/>;
- Tsatsaronis K.- Zhu H. (2004), *What drives housing price dynamics: cross-country evidence*, BIS Quarterly Review, Marzo 2004



Quest'opera è distribuita con  
 Licenza Creative Commons Attribuzione - Non commerciale 3.0