

# Università degli studi di Padova

MARCO FANNO  
FACOLTÀ DI ECONOMIA  
CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

---

TESI DI LAUREA TRIENNALE

IL MERCATO IMMOBILIARE ITALIANO

RELATORE:  
LORENZO ROCCO

LAUREANDO:  
MARTINO STEFANELLO

ANNO ACCADEMICO 2014/2015

# Indice

|  |           |
|--|-----------|
| <b>Introduzione</b>  | <b>1</b>  |
| <b>Capitolo 1</b>  | <b>2</b>  |
| 1. <i>I portafogli delle famiglie</i>  | 2         |
| 1.1 La componente reale della ricchezza: l'Italia in un confronto internazionale | 2         |
| 1.2 Determinanti delle scelte di investimento                                    | 6         |
| 1.3 Mobilità di portafoglio, rischio d'investimento, informazioni finanziarie    | 9         |
| <b>Capitolo 2</b>  | <b>10</b> |
| 2 <i>Il settore immobiliare in Italia</i>  | 12        |
| 2.1 Componenti della ricchezza familiare   | 12        |
| 2.2 Vulnerabilità finanziaria delle famiglie                                     | 14        |
| 2.3 Compravendite e fatturato 2014   | 16        |
| 2.4 Andamento dei prezzi e domanda abitativa                                     | 20        |
| 2.5 Lo stock abitativo nazionale   | 22        |
| 2.6 Il comparto non residenziale   | 24        |
| 2.7 Il settore dei mutui   | 27        |
| <b>Conclusione</b>   | <b>30</b> |
| <b>Bibliografia</b>  | <b>31</b> |

# Introduzione

Le abitazioni rappresentano una quota significativa della ricchezza delle famiglie, e le spese di alloggio connesse, costituiscono parte importante della loro spesa. La dinamica relativa ai prezzi delle case, è un fattore chiave nel processo di riallocazione della ricchezza familiare (Davies e Shorrocks, 2000), interagisce infatti con i prezzi delle attività finanziarie (Sutton, 2002) e condiziona la mobilità del lavoro (Cannari, Sestito e Nucci, 2000). Nonostante la loro elevata importanza, in molti paesi industrializzati, le statistiche relative ai prezzi delle abitazioni e alla ricchezza immobiliare, non sono disponibili. Questo deficit informativo è particolarmente rilevante per paesi come l'Italia, dove le preferenze delle famiglie per l'investimento immobiliare è molto forte.

Le imperfezioni del mercato del credito, secondo numerosi studi, rappresentano delle variabili determinanti per l'accumulazione di ricchezza in Italia. Nel periodo post guerra, il tasso di debito totale in rapporto al reddito disponibile delle famiglie italiane, non ha mai superato il 15%, dove invece in paesi quali Francia, Germania ed Inghilterra presenta un valore tre volte maggiore. La durata tipica di un prestito in Italia, raramente eccede i 20 anni, contrastando con la durata che va da circa 30 a 40 anni in paesi con un grado di sviluppo simile. Le procedure di recupero dei prestiti in caso di banca rotta sono lunghe e complicate, a causa delle inefficienze del sistema giudiziario. Gli intermediari finanziari rispondono razionalmente alzando i tassi di interesse e abbassando l'ammontare del prestito. Infine l'innovazione finanziaria in Italia, è stata lenta, o comunque rallentata da una serie di vincoli legali. Soltanto nel '90 sono state introdotte le agenzie di credito nel nostro paese. Le imperfezioni nel mercato dei mutui non hanno però impedito agli italiani di investire pesantemente nel mercato immobiliare. Il tasso di proprietà abitativa delle case è aumentato in maniera vertiginosa dagli anni '60, attestandosi al di sopra della media europea (Jappelli e Pistaferri 2000).

Il seguente elaborato è strutturato come segue: nella prima parte riporterò una breve discussione sulla letteratura economica che tratta l'importanza dell'immobiliare sul reddito delle famiglie italiane, cercando di capire quali sono le variabili che inducono gli italiani a propendere verso tale tipologia di investimento, nella seconda parte andrò a riportare alcuni dati relativi al settore immobiliare italiano, soffermandomi sulle condizioni che rendono le famiglie vulnerabili dal punto di vista finanziario e cercando di offrire un quadro generale sull'evoluzione di tale mercato prima e dopo la recente crisi economico-finanziaria.

# Capitolo 1

## 1. I portafogli delle famiglie

### 1.1 La componente reale della ricchezza: l'Italia in un confronto internazionale

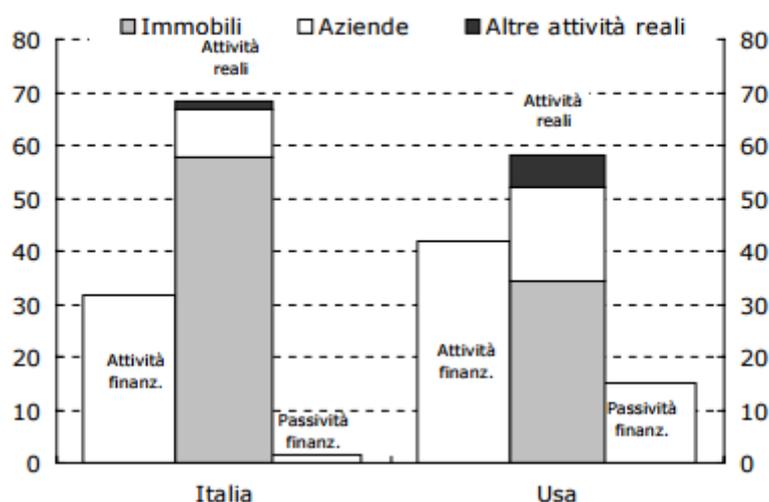
I modelli di accumulazione della ricchezza, variano nel corso del ciclo di vita, per questo è importante conoscere a monte la struttura demografica di ciascun paese prima di analizzarne le differenze o le peculiarità rispetto agli altri. Secondo uno studio condotto nel 2006 (Sierminska, Brandolini, Smeeding) su nove paesi (Canada, Cipro, Finlandia, Germania, Italia, Norvegia, Svizzera, Inghilterra e Stati Uniti), l'Italia risulta essere quello con il processo di invecchiamento più pronunciato. In media, l'età del capo famiglia è infatti di 55 anni, contro 53 in Inghilterra, 52 in Germania e 51 in Svizzera, mentre nei restanti cinque paesi l'età media è al di sotto dei 50 anni. Queste diversità di età, insieme ad altri fattori, rappresentano i motivi che stanno alla base delle differenze riguardanti l'atteggiamento nei confronti dell'investimento in attività finanziarie, ma soprattutto nelle attività reali e nella propensione all'indebitamento dei paesi esaminati.

Secondo lo studio di cui sopra, oltre l'80% delle famiglie analizzate detiene attività finanziarie. Nella maggior parte dei paesi, queste sono rappresentate da conti di deposito, mentre le azioni sono particolarmente diffuse a Cipro, in Finlandia, e in Svizzera. L'investimento in attività finanziarie prevale soprattutto negli Stati Uniti, dove la propensione delle famiglie verte principalmente nei titoli rischiosi. In Italia e Finlandia invece tali strumenti sono poco diffusi. Dal lato del debito, l'Italia mostra le stime più basse di tutti e nove i paesi, presentando un valore pari a 22% se si considera il debito in senso ampio, 10% considerando invece il debito assistito da ipoteca. Per quanto concerne le attività reali, ed in particolare il settore abitativo, oltre il 60% delle famiglie campionarie possiede la propria residenza primaria in tutti i paesi: la proporzione è più alta a Cipro (74%), mentre scende appena al di sotto del 70% in Italia, Inghilterra e negli Stati Uniti.

Confrontando l'Italia con gli Stati Uniti d'America, risulta notevole l'elevata incidenza delle attività reali nei portafogli delle famiglie. A partire dal 2000 infatti, la componente reale della ricchezza ha cominciato ad aumentare in entrambe i paesi. Tale incremento è stato dovuto da

una parte all'aumento dei prezzi in termini reali delle abitazioni, dall'altro alla forte dinamica dei mercati immobiliari (Faiella e Neri 2004). Mentre in Italia però, la preferenza mostrata dalle famiglie riguarda l'abitazione (58% delle attività reali), negli Stati Uniti la componente principale del comparto reale è rappresentata invece dalle attività imprenditoriali. Ricordiamo infatti che anche le aziende, i negozi, i laboratori e gli uffici fanno parte della ricchezza reale.

**COMPOSIZIONE DELLA RICCHEZZA DELLE FAMIGLIE, 1998**  
(valori percentuali sul totale della ricchezza)



Fonte: IBF-AS, dati aggiustati. SCF.

Figura 1

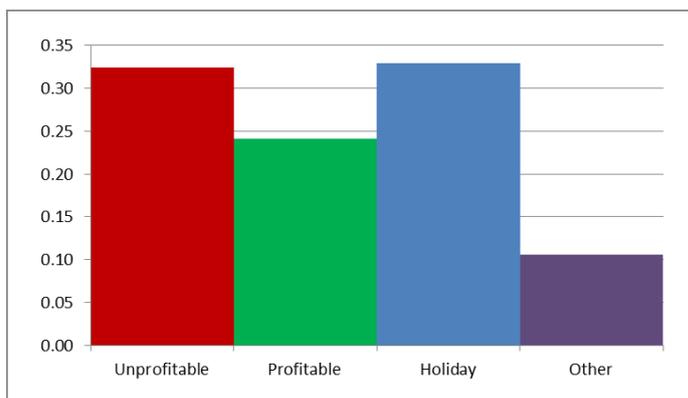
Restando in tema di attività reali, risulta curioso come la letteratura economica esistente, riguardante l'importanza dell'investimento immobiliare, si sia concentrata prevalentemente sugli acquisti della residenza primaria, affrontando soltanto marginalmente il tema delle seconde case. Per quanto riguarda il primo aspetto, mettendo in relazione gli acquisti delle residenze primarie con l'età dei risparmiatori, sono state trovate notevoli differenze delle famiglie italiane rispetto ai paesi anglosassoni. A partire dai 30 anni di età in questi ultimi, il tasso di proprietà abitativa è già del 40-50% mentre in Italia è solo del 15-25% (Chiuri e Jappelli 2003). Ciò dimostra come vi sia una notevole domanda di abitazioni in Italia, che non viene soddisfatta. La causa di questa inefficienza è sicuramente rappresentata dal basso tasso di prestiti che viene erogato dagli istituti di credito italiani, rispetto a quelli erogati in media negli altri paesi europei. Il fatto che il mercato dei mutui sia sottosviluppato, suggerisce che le famiglie italiane finanziano molto spesso l'acquisto della casa tramite altri mezzi, diversi dagli intermediari finanziari. Tali mezzi sono rappresentati dai risparmi, ma soprattutto dai trasferimenti intergenerazionali che in parte attenuano le imperfezioni del mercato dei mutui. Engelhardt e Mayer (1998), ed anche Guiso e Jappelli (2002b), hanno dimostrato come

lasciti, regali, ed altre forme di trasferimento tra vivi, abbreviano il periodo di risparmio che precede l'acquisto della prima casa. Circa un terzo dei proprietari delle case italiane, secondo quanto riportato da Guiso e Jappelli (2002b), ha ricevuto la casa come regalo o lascito, oppure ha ricevuto supporto finanziario dai parenti per il suo acquisto. In ogni caso questi trasferimenti *inter vivos*, così come i risparmi delle famiglie, rappresentano soltanto un sostituto povero dei mercati di credito efficienti presenti negli altri paesi europei. Seppur pochi sono però gli studi riguardanti il possesso di ulteriori case oltre a quella di residenza, questo risulta essere un tema che non deve essere trascurato. Vi è infatti una differenza sostanziale tra le decisioni riguardanti la prima casa, che sono essenzialmente motivate da bisogni di consumo, rispetto invece al possesso di una seconda casa giustificato per esempio dal desiderio di andare in vacanza, dal suo ricevimento in eredità, o molto più semplicemente da scopi di investimento. Tra gli studi che si sono concentrati su questi ultimi aspetti vi è quello di Coppock (1977), il quale notò che l'acquisto della seconda casa è un comportamento tipico delle famiglie altamente istruite, con un reddito medio e che possiedono almeno un'automobile. Più recentemente invece Di et al (2001), incuriositi da un forte aumento nel numero di seconde case acquistate negli Stati Uniti, specialmente in alcune regioni, cominciarono a studiare questo fenomeno. Scopirono che il possesso di una seconda casa è fortemente legato all'età, al reddito e all'indebitamento delle famiglie. Anche Carliner (2002), basandosi su dati statunitensi di altra provenienza, arrivò alle stesse conclusioni.

Bieger et al (2007), investigarono invece sull'utilizzo delle seconde case in Svizzera, focalizzandosi sulle ragioni per le quali non vengono affittate le case sfitte nel paese. Essi scoprirono che l'età ed il punto del ciclo di vita in cui i proprietari acquistano la seconda abitazione influenza il loro uso finale. Infine, vi fu uno studio che si concentrò sulla situazione italiana, che venne condotto nel 2014 da Marianna Brunetti e Costanza Torricelli. Quest'ultimo basandosi sui dati forniti da Banca d'Italia nel periodo 2002-2012, cercò di spiegare le modalità di utilizzo del secondo immobile da parte delle famiglie italiane. Le tipologie di utilizzo vennero classificate in quattro categorie:

- Profittevole: se affittato a persone o società, oppure utilizzato per lavoro
- Non profittevole: in usufrutto, ad uso gratuito o lasciato sfitto
- Vacanza: se utilizzato per le vacanze dei proprietari
- Altro: se utilizzato per altri scopi personali

I risultati prodotti dall'esame furono i seguenti: l'uso per scopi non profittevoli riguarda 1/3 dei possibili utilizzi delle seconde case, mentre solo 1/4 è utilizzato per scopi profittevoli, un altro terzo è utilizzato per le vacanze e i casi residui rappresentano l'11% del campione.



**Figura 2**

Fonte: Marianna Brunetti e Costanza Torricelli, *Second homes: household's life dream or (wrong) investment?* Marzo 2014.

L'analisi condotta da Brunetti e Torricelli parte dallo studio delle caratteristiche dei capofamiglia, che come abbiamo detto all'inizio del paragrafo, costituiscono informazioni essenziali per comprendere il comportamento delle famiglie. I capofamiglia vengono intesi come coloro che prendono le decisioni economiche e finanziarie all'interno delle famiglie, nonché le decisioni relative all'utilizzo finale delle abitazioni aggiuntive. Con il passare degli anni, la loro età media è aumentata passando da 55 anni, riscontrati nell'indagine del 2006 condotta da Sierminska, Brandolini e Smeeding, a 59 anni nel 2014. Mediamente possiedono un'educazione secondaria o una laurea e vivono in una famiglia con tre membri (in media). Per quanto concerne la variabile demografica, le famiglie con capofamiglia maschio, più raramente utilizzano i loro immobili per le vacanze e molto spesso non li hanno nemmeno utilizzati in modo profittevole. Mentre l'età non sembra avere importanza eccetto che per gli "altri utilizzi", lo stato civile mette in luce il fatto che single e vedovi/e sono maggiormente propensi/e ad un uso profittevole della seconda casa. In aggiunta la maggiore istruzione sembra aumentare la probabilità di utilizzare l'abitazione aggiuntiva per le vacanze. La dimensione familiare non sembra avere importanza nel determinare l'utilizzo finale dell'abitazione, mentre invece le condizioni economiche delle famiglie lo influenzano in qualche misura. Infatti le famiglie con maggiore ricchezza sono meno propense ad utilizzare abitazioni aggiuntive per le vacanze o per altri scopi personali, poiché molto spesso preferiscono affittarle. Infine il ruolo occupazionale, non determina grandi differenze nella destinazione finale delle abitazioni, in quanto i lavoratori dipendenti così come i lavoratori autonomi e i disoccupati, preferiscono lasciarle sfitte.

Importante è anche la localizzazione di queste abitazioni. Le seconde case all'estero sono attualmente utilizzate per scopi personali, piuttosto che per essere affittate o lasciate sfitte, mentre quelle situate nelle regioni italiane sono molto spesso rappresentate da case vacanza.

Un fattore che incide sicuramente sulla propensione ad affittare le abitazioni, in Italia, riguarda la durata del possesso delle stesse. Infatti minore è l'intervallo temporale in cui le famiglie detengono tali abitazioni, maggiore è la probabilità che queste vengano affittate o in alternativa, utilizzate per lavoro. Per concludere, un ulteriore fattore che incide sul loro utilizzo finale, è il valore al metro quadro, mano a mano che questo aumenta diminuisce la probabilità che le case rimangano inutilizzate.

## 1.2 Determinanti delle scelte di investimento

Per analizzare il portafoglio delle famiglie, risulta utile raggruppare le attività finanziarie in 3 categorie, in relazione alla loro rischiosità:

- Attività finanziarie chiaramente sicure: certificati di deposito, conti di transazione.
- Attività finanziarie abbastanza sicure: buoni del tesoro, valore in denaro delle assicurazioni sulla vita.
- Attività finanziarie rischiose: attività immobilizzate, titoli di stato a lungo termine, altri titoli, fondi mutualistici, conti d'investimento gestiti e piani pensionistici a contribuzione definita.

Secondo un sondaggio condotto da Banca d'Italia (SHIW<sup>1</sup>), riguardante il periodo 1989-98, comprendente un campione di circa 8000 famiglie, gli investimenti in azioni, fondi mutualistici ed altri investimenti gestiti, sono aumentati notevolmente nel tempo, passando da 16% della ricchezza finanziaria a 47% nel '98. Nel '98 il portafoglio delle famiglie italiane, risultava molto più incline alle attività finanziarie rischiose, di quanto non lo risultasse in passato. Infatti di fronte all'aumento dell'investimento in attività finanziarie rischiose appena descritto, vi è stata una sensibile riduzione della quota detenuta in attività finanziarie chiaramente sicure.

A cosa sono stati dovuti questi trend?

Per prima cosa il rendimento nominale nei conti di transazione e nei titoli a breve termine, si è ridotto significativamente nel corso degli anni '90, mentre il ritorno delle azioni, dei fondi mutualistici e dei conti di investimento, è risultato maggiore. Gli anni '90 hanno anche assistito ad un notevole sviluppo dei fondi mutualistici. Introdotti nel 1984, quando soltanto 10 erano operativi, questi crebbero da 184 nel '90 a 459 nel '95. Le banche commerciali entrarono massivamente nel settore, aumentando la competizione e riducendo i costi di ingresso e le spese di gestione. Offrendo opportunità di diversificazione che prima non

---

<sup>1</sup> Survey of Household Income and Wealth

c'erano e riducendo gli investimenti minimi necessari, i fondi mutualistici hanno spinto le famiglie italiane ad investire in attività finanziarie rischiose, domestiche ma anche straniere.

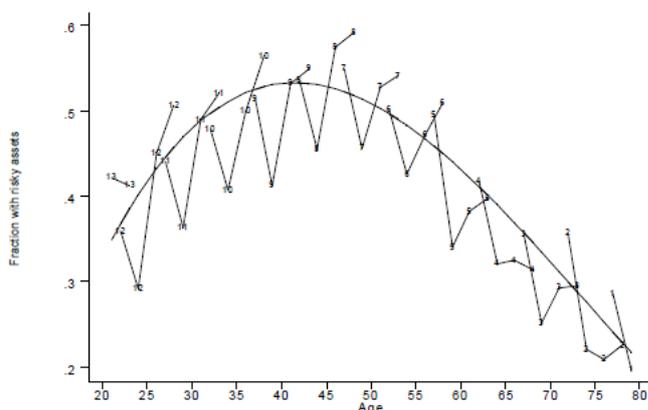
Un secondo fattore è stata la privatizzazione di numerose imprese statali e di servizi pubblici negli anni '90. Dal '92 oltre 25 corporazioni statali, inclusi servizi pubblici e banche sono state privatizzate con successo, generando entrate in misura pari a circa 71 miliardi di euro. Questo processo di privatizzazione venne promosso tra l'altro dalla pubblicità di massa, attraverso la quale le famiglie, presero conoscenza dell'esistenza di azioni, dei loro rendimenti e delle relative caratteristiche di rischio. E' probabile che questa promulgazione di informazioni, abbia aumentato permanentemente l'accumulazione di azioni.

Infine la soppressione dei controlli sul capitale, in atto dall'89, ha aumentato la diversificazione di portafoglio, attraverso l'acquisto di attività straniere.

Il sondaggio in esame, per quanto riguarda le attività reali, riporta informazioni sulla residenza primaria, sugli investimenti immobiliari, sulla ricchezza aziendale, sullo stock di beni durevoli ed altre attività non finanziarie (gioielli, monete d'oro, oggetti d'arte, mobili pregiati ed altri oggetti preziosi) e sul debito. Quest'ultimo viene definito come la somma di ipoteche ed altri debiti immobiliari, prestiti personali, credito al consumo e il debito delle carte di credito. L'investimento immobiliare nonché la ricchezza aziendale, vengono definite attività reali rischiose. La residenza primaria, lo stock di beni durevoli e gli altri beni non finanziari rientrano nella categoria delle attività reali sicure. Nel periodo campionario, c'è una relativa stabilità nella partecipazione alle attività reali. Quasi tutte le famiglie possiedono infatti beni durevoli, circa il 65% possiede la propria residenza primaria e 1/3 possiede ulteriori immobili oltre a tale residenza. La maggior parte della ricchezza delle famiglie nel campione, è quindi non finanziaria, e questa è composta prevalentemente da immobili, variando dal 62% nell'89 (36% nella residenza primaria e 26% nell'investimento immobiliare), al 66% nel '95 (49 e 17% rispettivamente). Tale incremento, però, è in gran parte rappresentato dall'aumento dei prezzi nel '90, più che dall'aumento dei tassi di proprietà abitativa.

Sebbene però come appena detto, la componente finanziaria della ricchezza risulti inferiore rispetto a quella reale, è stato notevole il cambiamento nella propensione delle famiglie ad investire in attività finanziarie rischiose, che è passato dal 12% della ricchezza finanziaria nell'89 al 38% nel '98. Questo aumento è stato dovuto essenzialmente alla crescita partecipativa delle famiglie a tale settore. Le allocazioni di portafoglio dipendono dalla ricchezza, come dimostrato da uno studio di Luigi Guiso e Tullio Jappelli. Infatti il peso relativo delle attività finanziarie rispetto al totale delle attività, diminuisce con l'aumentare della ricchezza, a favore di investimenti nel settore immobiliare, mentre il debito si riduce con

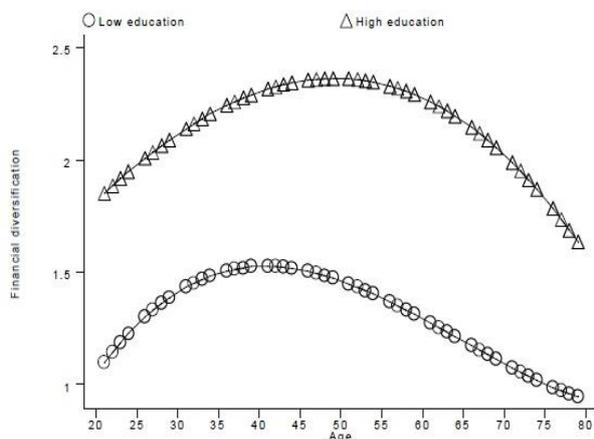
l'aumentare della ricchezza. Le famiglie più ricche, tendono quindi a investire una parte maggiore della loro ricchezza in attività reali rischiose. Suddividendo le famiglie appartenenti al campione in quartili di ricchezza, è possibile notare come l'investimento immobiliare nel primo quartile risulti pari a 1.84%, mentre nel quarto quartile risulti pari a 20%. Al contrario, all'aumentare della ricchezza, la quota detenuta in moneta e nei conti di transazione diminuisce, passando da 65% nel primo quartile a 27.8% nel quarto quartile. L'investimento in attività rischiose (investimento immobiliare, ricchezza aziendale), è legato anche all'età dei risparmiatori. Infatti nelle fasi iniziali del ciclo di vita, soltanto una piccola frazione di consumatori investe in tali attività. L'incidenza aumenta in misura sensibile con l'aumentare dell'età, raggiungendo il punto massimo attorno ai 40 anni di vita. Questo dimostra che le persone investono in attività rischiose soltanto dopo aver accumulato abbastanza ricchezza. All'aumentare della ricchezza cresce via via anche la diversificazione di portafoglio, pur rimanendo bassa a tutte le età. Sempre utilizzando i quartili di ricchezza, la frazione di famiglie con un portafoglio completo (comprendente attività chiaramente sicure, abbastanza sicure e rischiose), risulta pari a 0.6% nel primo quartile, 6% nel secondo, 13.7% nel terzo e 26.3% nel quarto.



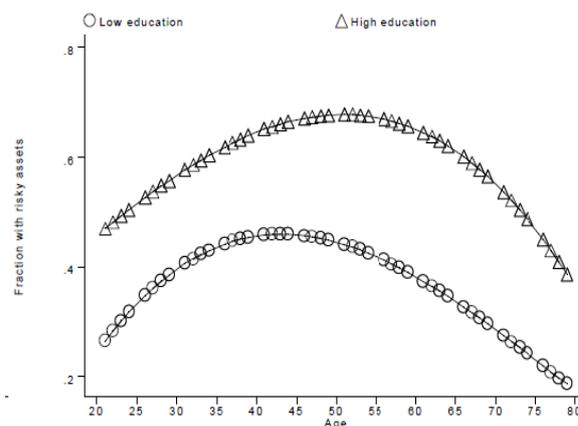
**Figura 3**  
 Fonte: Luigi Guiso e Tullio Jappelli, *Household Portfolios in Italy*, luglio 2000.

Per offrire un'analisi più approfondita sulle variabili che influenzano la propensione ad investire in attività rischiose, è possibile utilizzare i dati relativi all'istruzione obbligatoria, suddividendo la popolazione campionaria in due gruppi in base all'educazione di ciascuno (alta istruzione, bassa istruzione). È possibile notare come entrambe i gruppi, mostrino una curva concava in relazione al profilo di età dei detentori di attività rischiose, dimostrando come, anche separando gli "altamente istruiti" da coloro che invece presentano un livello di istruzione più basso, l'investimento in attività rischiose presenti un picco nelle classi di età più avanzate. Vi sono però anche interessanti differenze. Come prima cosa, a tutte le età, la partecipazione all'investimento in tali attività è circa tre volte più alta per i più istruiti. Come

seconda cosa, per il gruppo con elevata istruzione, il profilo di proprietà delle attività rischiose, è più ripido nei primi anni di vita, formando un picco più avanti (a circa 50 anni), rispetto ai meno istruiti (circa 40 anni). Infine a tutte le età i più istruiti, presentano una maggiore diversificazione di portafoglio ed il picco di tale profilo, è di circa 10 anni in ritardo rispetto ai meno istruiti.



**Figura 4**  
Fonte: Luigi Guiso e Tullio Jappelli,  
*Household Portfolios in Italy, luglio 2000.*



**Figura 5**  
Fonte: Luigi Guiso e Tullio Jappelli,  
*Household Portfolios in Italy, luglio 2000.*

### 1.3 Mobilità di portafoglio, rischio d'investimento, informazioni finanziarie

In questo paragrafo, viene fatta una breve analisi sul comportamento delle famiglie, in presenza di queste quattro variabili:

- Mobilità di portafoglio
- Rischio di investimento
- Informazioni finanziarie

Quest'analisi risulta di particolare interesse poiché rispecchia il comportamento delle famiglie italiane, ma può essere rilevante anche per altri paesi europei con caratteristiche simili.

Per analizzare il comportamento delle famiglie con riferimento alla prima variabile, è necessario distinguere i costi fissi dai costi di gestione. Per quanto riguarda i primi, questi inducono le famiglie a rimanere inerti la maggior parte del tempo e ad effettuare delle elevate transazioni occasionali nel proprio portafoglio, poiché risulta più conveniente rispetto all'effettuazione di frequenti assestamenti. Alti costi di transazione implicano quindi un elevato grado di persistenza nei portafogli, che risulteranno conseguentemente statici. La mobilità è però influenzata dall'orizzonte temporale durante il quale viene analizzata. Infatti

anche se come appena detto i costi di transazione fissi portano ad assestamenti infrequenti dei portafogli, nel lungo periodo il livello di mobilità aumenta.

Per quanto riguarda il rischio di investimento, questo non è l'unico fattore che influenza la propensione ad investire delle famiglie, infatti come riportato da un recente modello proposto da Kimball (1992), tale propensione dipende anche da fonti di incertezza indipendenti. Ciò implica che quando le persone si trovano davanti a dei rischi che non possono essere facilmente evitati o diversificati (come ad esempio il rischio derivante dal reddito o dalla disoccupazione), sono meno propense ad investire in attività rischiose. Guiso, Japelli e Terlizzese (1996) effettuando un'analisi empirica per supportare questo modello, dimostrarono che le famiglie con una minore incertezza sul reddito, propendono a detenere portafogli più rischiosi. Inoltre utilizzando il tasso medio di disoccupazione nelle province di residenza, dimostrarono anche come a tutte le età, le famiglie con un minor rischio di disoccupazione risultino maggiormente propense a detenere portafogli rischiosi. In generale quindi le scelte allocative delle famiglie dipendono anche dal cosiddetto "background risk".

La gestione di un portafoglio richiede inoltre la conoscenza di numerose informazioni: costi di transazione, rendimento delle attività, volatilità, e covarianza con le altre attività, che vengono generalmente definite "informazioni finanziarie". La mancanza di queste conoscenze, rappresenta molto spesso una delle cause che porta le persone a non investire in una determinata attività. A supporto di quanto appena detto vi è anche un recente studio condotto da Riccardo Calcagno e Maria Brancati, nel quale viene dimostrato come l'effetto della mancanza di informazioni finanziarie sia maggiormente rilevante nelle persone con più di 65 anni di età. Infatti è stato rilevato che i più anziani in Italia detengono una quota maggiore di ricchezza immobiliare rispetto ai più giovani, ed inoltre continuano ad accumulare ricchezza "illiquida" dopo il pensionamento, quando in effetti dovrebbero cominciare invece a ridurla. Ciò è dovuto appunto, come già spiegato, alla mancanza di conoscenza di informazioni finanziarie che permettano di diversificare in maniera efficiente il portafoglio. Un'ulteriore conferma viene data dallo studio di Guiso e Jappelli, i quali hanno dimostrato come vi sia una forte correlazione tra l'indice di informazione finanziaria (dato dal rapporto tra il numero di attività conosciute da una famiglia, diviso per il numero di attività conoscibili) con le scelte di portafoglio. Ciò sta a significare ancora una volta che la mancanza di informazioni finanziarie, è un ostacolo per l'ingresso nei mercati finanziari, però se le famiglie cominciano ad investire in attività rischiose, l'informazione finanziaria non riveste più il ruolo principale nel diversificare il portafoglio. In altri termini l'informazione finanziaria riveste un ruolo fondamentale nell'indurre le famiglie ad investire nel mercato finanziario, ma una volta che

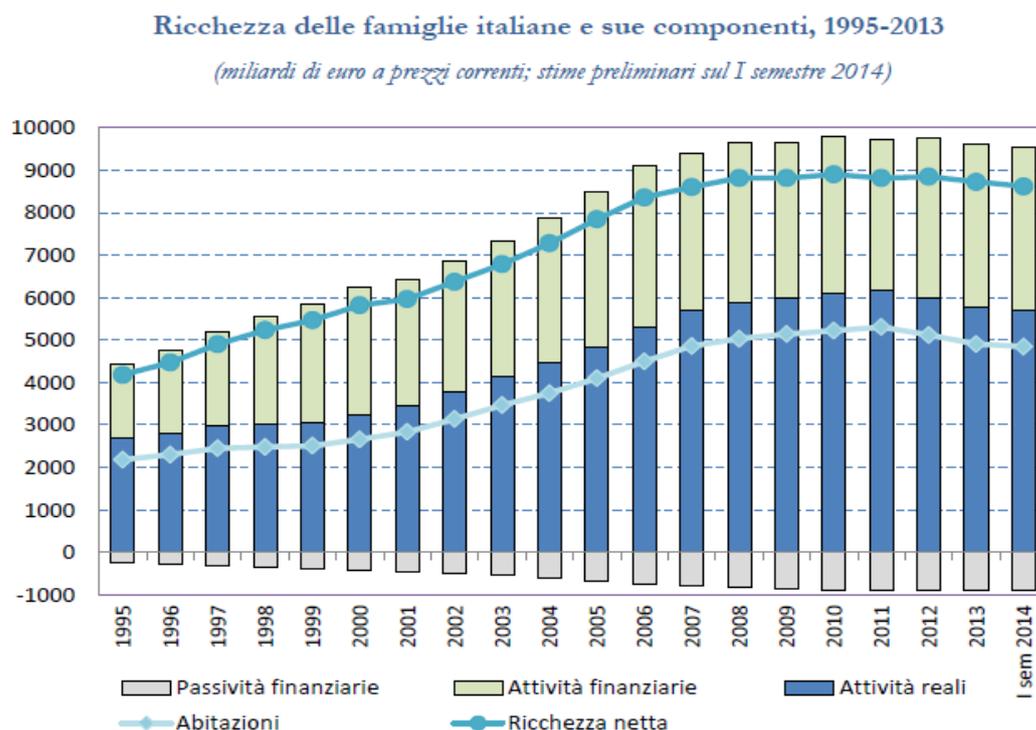
queste hanno deciso di parteciparvi, la quota che andranno a destinarvi dipenderà da altri fattori.

# Capitolo 2

## 2 Il settore immobiliare in Italia

### 2.1 Componenti della ricchezza familiare

Secondo i dati forniti da Banca d'Italia, la somma di attività reali (abitazioni, terreni, ecc..) e finanziarie (depositi, titoli, azioni, ecc..) meno le passività finanziarie (mutui, prestiti personali, ecc..), presentava un valore pari a 8.728 miliardi di euro al termine del 2013. Le attività reali rappresentavano la componente maggiore di tale ricchezza, incidendo per il 60% sulla ricchezza lorda, le attività finanziarie invece rappresentavano il 40% e le passività finanziarie il 9.2%.



**Figura 6**

Fonte: Banca d'Italia, *La ricchezza delle famiglie italiane*, 16 dicembre 2014.

Tra fine 2012 e fine 2013 si è verificato un calo della ricchezza netta complessiva pari a circa 123 miliardi di euro, misurata a prezzi correnti. A determinare tale riduzione, vi è stata una flessione del 3.5% delle attività reali, nel periodo considerato, che non è stata completamente compensata dall'aumento delle attività finanziarie (2.1%), né dalla diminuzione delle

passività (-1.1%). Un'ulteriore riduzione della ricchezza netta delle famiglie, in termini nominali, è stata registrata all'inizio del 2014 (-1.2%), causata dalla riduzione delle attività reali nonché di quelle finanziarie, mentre le passività finanziarie hanno visto un lieve aumento.

L'ammontare delle attività reali possedute dagli italiani al termine del 2013, aveva un valore complessivo pari a circa 5.767 miliardi di euro. La principale componente di tali attività era rappresentata dalle abitazioni (85%), seguite da fabbricati non residenziali (6%), terreni (4%), impianti, macchinari, attrezzature, scorte, avviamento (3%) ed infine oggetti di valore (2%).

A cos'è stata dovuta questa variazione di ricchezza?

Se è vero che da un lato vi è stato un aumento del risparmio dal 2013, presentando un valore pari a 46 miliardi di euro (nel 2012 il risparmio era pari a 34 miliardi), dall'altro i capital gains hanno presentato valori negativi (per circa 195 miliardi di euro), che sono stati causati dalla riduzione del prezzo delle abitazioni e delle altre attività reali.

Tra il 1995 ed il 2013 il risparmio ha partecipato alla crescita della ricchezza netta in misura pari a 2/3, mentre i capital gains vi hanno partecipato in misura pari ad 1/3.

Questi ultimi sono imputabili per il 70% alle abitazioni e alle altre attività reali, mentre per il 30% sono ascrivibili alle attività finanziarie.

Mostrando un andamento sempre positivo nel periodo 2000-2007, i capital gains relativi ai beni reali, hanno mostrato un'inversione di tendenza con l'avvento della crisi (tranne nell'anno 2009).

### Composizione delle attività reali, 2013

(valori percentuali)

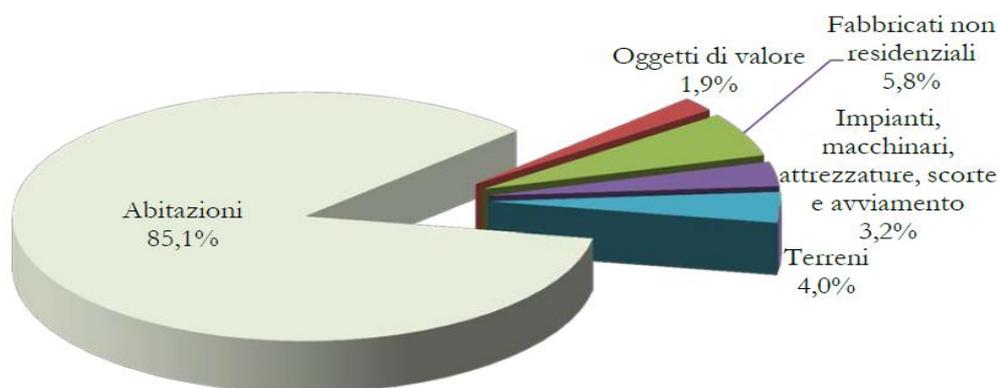


Figura 7

Fonte: Banca d'Italia, *La ricchezza delle famiglie italiane*, 16 dicembre 2014.

Per quanto riguarda le attività reali detenute dalle famiglie, a fine 2013, il valore delle abitazioni era di circa 4.900 miliardi di euro. Il valore medio per ciascuna famiglia si aggirava sui 200.000 euro.

La ricchezza abitativa ha subito un calo del 4.1% a prezzi correnti nel passaggio dal 2012 al 2013, corrispondente in termini reali al 4.4%. Nel periodo 1995-2007 il valore delle abitazioni è cresciuto in media del 6.9%, cominciando una progressiva fase di riduzione invece a partire dalla fine del 2007.

## 2.2 Vulnerabilità finanziaria delle famiglie

Un importante fattore che contribuisce ad alimentare la vulnerabilità finanziaria delle famiglie è sicuramente l'indebitamento, di cui il mutuo per l'acquisto delle abitazioni ne è la principale componente.

Con l'avvento della crisi, la situazione finanziaria delle famiglie, è peggiorata. A determinare tale peggioramento vi sono stati da una parte l'aumento della disoccupazione e dall'altra la riduzione delle retribuzioni. Inoltre in Italia, molte famiglie possiedono un mutuo a tasso variabile, di conseguenza un incremento degli oneri finanziari, potrebbe comportare un aumento del costo del debito a parità di indebitamento.

Nella figura 8 è rappresentato il peso dei debiti finanziari sul reddito disponibile lordo delle famiglie in cinque paesi. Da tale figura è possibile notare che l'Italia presenta un minore indebitamento rispetto agli altri paesi (Francia, Germania, Spagna, Regno Unito, Stati Uniti), ma anche rispetto alla media europea. A dicembre 2014 i debiti presentano una lieve flessione dello 0.8%, andando a rappresentare il 63% del reddito disponibile italiano.

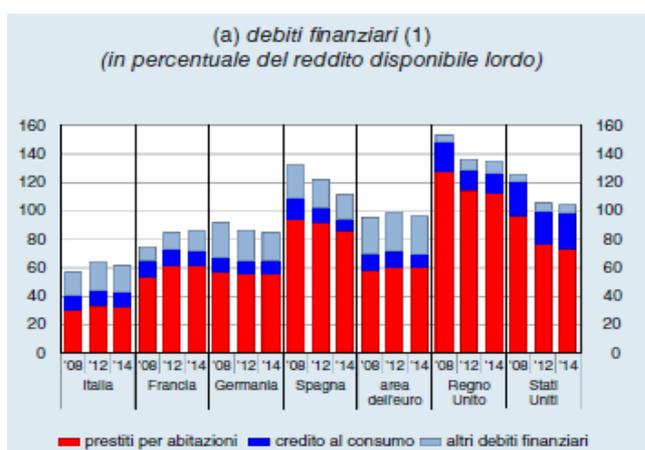


Figura 8

Fonte: Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, aprile 2015.

E' possibile analizzare la vulnerabilità finanziaria delle famiglie sotto diversi aspetti.

Un primo aspetto è quello del costo del servizio del debito sul reddito (SDR), dato dalla seguente formula:  $SDR = (IM + CM)/RDL$ .

IM è la spesa per interessi sul mutuo, CM è l'esborso per il rimborso della quota capitale, RDL è il reddito disponibile lordo di un ipotetica famiglia.

Questo indicatore ci permette di definire finanziariamente fragile una famiglia che destina una quota superiore al 30% del proprio reddito al servizio del debito.

**Vulnerabilità finanziaria delle famiglie con un mutuo**  
(quote percentuali, migliaia di euro, valori percentuali)

|  | Nord Ovest |      | Nord Est |      | Centro |      | Mezzogiorno |      | Media del campione |      |
|--|------------|------|----------|------|--------|------|-------------|------|--------------------|------|
|  | 2005       | 2009 | 2005     | 2009 | 2005   | 2009 | 2005        | 2009 | 2005               | 2009 |
| <b>(a) Servizio del debito / reddito &gt; 30 per cento (quote)</b> |            |      |          |      |        |      |             |      |                    |      |
| Famiglie vulnerabili sul totale (1)                                | 2,6        | 3,0  | 2,3      | 3,8  | 2,6    | 3,2  | 1,1         | 1,7  | 2,1                | 2,8  |
| - redditi bassi  | 4,0        | 2,5  | 2,5      | 2,5  | 3,1    | 3,0  | 1,4         | 2,1  | 2,3                | 2,4  |
| - redditi medio-bassi  | 3,3        | 4,7  | 3,5      | 2,9  | 2,7    | 4,3  | 0,8         | 1,8  | 2,4                | 3,3  |
| - redditi medio-alti   | 3,0        | 3,5  | 1,9      | 6,0  | 2,7    | 3,8  | 1,6         | 1,0  | 2,3                | 3,5  |
| - redditi alti   | 0,7        | 1,6  | 1,5      | 3,3  | 2,0    | 1,8  | 0,4         | 1,4  | 1,1                | 2,0  |
| <i>Per memoria: Quota di debito delle famiglie vulnerabili (2)</i> | 20,1       | 19,7 | 22,6     | 27,3 | 23,3   | 29,1 | 22,9        | 22,1 | 22,1               | 24,9 |
| <b>(b) Margine economico nullo o negativo (quote)</b>              |            |      |          |      |        |      |             |      |                    |      |
| Famiglie vulnerabili sul totale (3)                                | 5,5        | 5,3  | 4,3      | 4,6  | 4,4    | 4,5  | 3,2         | 3,2  | 4,3                | 4,3  |
| - redditi bassi  | 2,7        | 2,3  | 1,6      | 1,8  | 2,6    | 0,9  | 2,4         | 1,9  | 2,4                | 1,8  |
| - redditi medio-bassi  | 5,3        | 6,5  | 5,5      | 4,3  | 3,6    | 5,4  | 4,3         | 4,5  | 4,7                | 5,2  |
| - redditi medio-alti   | 9,5        | 7,6  | 5,0      | 7,9  | 7,4    | 6,6  | 4,7         | 4,5  | 6,9                | 6,7  |
| - redditi alti   | 3,6        | 4,2  | 4,1      | 3,2  | 3,7    | 4,3  | 1,5         | 2,6  | 3,4                | 3,7  |

Fonte: elaborazioni su dati Eu-Silc. Cfr. l'appendice metodologica.

(1) Si considera l'indebitamento relativo a mutui per l'acquisto di abitazioni. Percentuali sul numero di famiglie presenti in ogni classe di reddito e nell'intero campione. Le classi di reddito sono definite in base al reddito equivalente. – (2) Percentuali sul debito complessivo per mutui delle famiglie. – (3). Sono considerate vulnerabili le famiglie il cui margine economico è nullo o negativo, ovvero quelle che sono incapaci, sulla base del reddito disponibile lordo e dopo aver pagato la rata del mutuo (comprensiva di interessi e rimborso del capitale), di sostenere le spese considerate minime secondo una valutazione del nucleo familiare.

#### Tabella 1

Fonte: Banca d'Italia, *L'indebitamento e la vulnerabilità finanziaria delle famiglie nelle regioni italiane, giugno 2013*.

A dati del 2009, la quota di famiglie finanziariamente vulnerabili secondo il criterio fin qui illustrato risultava pari a 2.8%. Osservando la tabella sopra riportata è possibile notare un peggioramento diffuso nelle condizioni finanziarie delle famiglie prima e dopo la crisi. Tranne qualche eccezione infatti, in tutte le aree dell'Italia, il valore del costo del servizio del debito sul reddito presenta un aumento. Le famiglie con redditi medio-alti nell'area Nord orientale, sono quelle che hanno sentito maggiormente l'arrivo della crisi, passando da un valore dell'SDR di appena 1.9 nel 2005 a 6.0 nel 2009. Utilizzando quindi questo indicatore, tra il 2005 ed il 2009, la percentuale di debito immobiliare delle famiglie finanziariamente fragili, mostra un incremento di tre punti, concentrandosi in particolar modo nell'area nordorientale e nel Mezzogiorno.

Un altro indicatore utilizzato per analizzare la fragilità finanziaria è il margine economico (ME), dato dalla seguente formula:  $ME = RDL - IM - CM - SM$ , dove SM rappresentano le spese minime mensili fronteggiate dalle famiglie. Ad essere definiti fragili questa volta, sono i nuclei familiari che presentano un valore dell'indice nullo o negativo, ovvero se non hanno un reddito sufficiente a coprire le proprie spese minime una volta pagate quelle relative al mutuo. Il ME a differenza dello SDR presenta un margine di soggettività, poiché risente della percezione di fragilità sentita dalla famiglia.

In base a questo metodo, come possiamo vedere nella sezione b della tabella 1, il numero di famiglie vulnerabili diventa più alto e pari cioè al 4.3%. Secondo questo approccio le famiglie maggiormente vulnerabili, sono quelle appartenenti alle classi di reddito intermedie.

Un ultimo approccio di analisi relativo alla fragilità finanziaria, fa riferimento alla capacità delle famiglie di fronteggiare regolarmente i pagamenti nonché di mantenere inalterato il proprio tenore di vita. Nel periodo 2005-2009 la quota di famiglie in arretrato con i pagamenti del mutuo è aumentata, attestandosi al 6.2%, in maniera uguale nelle varie regioni italiane. Per quanto riguarda invece le famiglie che oltre ad essere in arretrato con i pagamenti, hanno subito una riduzione del proprio tenore di vita, queste sono maggiormente concentrate nell'area del Mezzogiorno. In media nel periodo in esame, sia che si consideri soltanto il ritardo nel pagamento degli oneri legati al mutuo, sia che si considerino anche i cambiamenti nella gestione delle spese domestiche, in entrambe i casi la crisi ha determinato un importante peggioramento delle condizioni finanziarie delle famiglie.

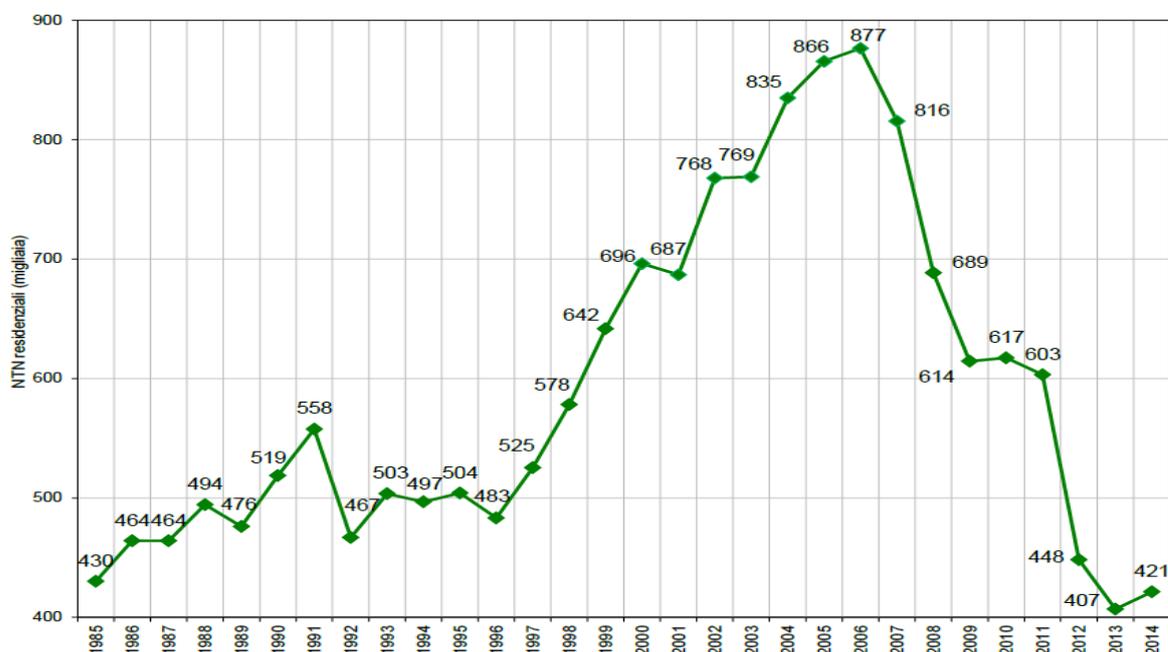
I tre indicatori fin qui illustrati, forniscono risultati differenti riguardo la stima delle famiglie che versano in istato di debolezza finanziaria. Tali diversità sono riconducibili da un lato alla capacità di ciascun approccio di catturare caratteristiche diverse del concetto di "vulnerabilità finanziaria", dall'altro dalle diverse soglie scelte per studiare tale aspetto.

Un eccessivo indebitamento può portare come visto all'incapacità di sostenere determinate spese domestiche. Inoltre la fragilità finanziaria può determinare l'impossibilità per alcune famiglie di sostenere spese future inattese, come ad esempio spese mediche, spese per l'acquisto di un'automobile, ecc.. Purtroppo la recente crisi economica ha intensificato questi rischi, portando numerose famiglie a vivere in stato di precarietà.

## **2.3 Compravendite e fatturato 2014**

A partire dal 2007, in concomitanza con l'inizio della crisi economica, il settore residenziale in Italia comincia una lunga discesa che si protrae fino alla fine del 2013, (-53.6% tra il 2007

ed il 2013). A partire dal 2014 come è possibile vedere dalla seguente figura, si è verificato un lieve rialzo del mercato residenziale, che è arrivato a toccare un numero di compravendite pari a circa 421 mila unità. Rispetto al 2013 si è verificato quindi un aumento del 3.5%, che deve però essere depurato dall'effetto dell'entrata in vigore dal 1° gennaio 2014 del nuovo regime delle imposte di registro, ipotecaria e catastale applicabili ai trasferimenti a titolo oneroso di diritti reali immobiliari. Questo nuovo regime avvantaggiando gli acquirenti, li ha probabilmente spinti a spostare la stipula degli atti di compravendita nel 2014. L'aumento del 3.5% non rispecchia quindi il reale incremento delle compravendite, per questo motivo l'Agenzia delle entrate ha tentato di neutralizzare l'effetto fiscale, arrivando a determinare un tasso di aumento netto pari a +0.7% rispetto all'anno precedente. Questo tasso è sensibilmente più basso rispetto a quello esposto in precedenza, ma rappresenta comunque un primo segnale di ripresa dopo anni di cali costanti.



**Figura 9**

Fonte: Osservatorio del mercato immobiliare, *Rapporto immobiliare*, 21 maggio 2015.

Il quarto trimestre del 2014, come riporta l'Agenzia delle entrate, ha registrato un aumento delle compravendite di abitazioni pari al 7.1% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. A trainare questa crescita sono state soprattutto le otto principali città italiane. Nell'ultimo trimestre del 2014 Milano ha registrato un aumento del 3.2%, Roma (+19.8%), Bologna (+18%), Torino e Napoli (+17.6%), Firenze (+10.2%) e Palermo (+1.5%).

Banca d'Italia in collaborazione con Tecnoborsa e l'Agenzia delle entrate, ha condotto un sondaggio su un campione di 1400 agenti immobiliari, rilevando come le aspettative di questi

con riferimento ai prossimi due anni, risultino molto più ottimistiche nel confronto con le indagini condotte negli anni scorsi. Rispetto ad ottobre scorso la percentuale di agenti che propendono verso un miglioramento del mercato immobiliare, passa da 37.8% dello scorso ottobre a 43.3% a gennaio 2015. Gli agenti che al contrario pensano che la situazione peggiorerà si sono ridotti, passando da 28.2% ad ottobre 2014 a 20.7% a gennaio dell'anno in corso.

Quali sono stati i fattori che hanno portato a credere in un miglioramento del settore nei prossimi anni?

Prima di tutto dato che nel 2013 il numero di abitazioni compravendute, aveva letteralmente toccato il fondo, scendendo sotto i livelli dell'85, ed essendo l'abitazione un bene di cui non si può rinviare l'acquisto all'infinito date le necessità che vi stanno alla base, le compravendite in futuro dovranno cominciare a crescere.

In secondo luogo, le famiglie hanno mostrato una maggiore fiducia nella propensione ad effettuare acquisti che richiedono un forte investimento iniziale.

Il calo dei tassi di interesse ed il maggior numero di prestiti concessi dalle banche (che ora però risultano maggiormente selettive rispetto al periodo pre crisi), rappresentano un altro fattore che ha sicuramente contribuito alla ripresa del settore. La quota di acquisti residenziali finanziati con il mutuo ha visto un aumento di quasi 13 punti percentuali nel 2014, mentre il tasso di interesse sulla prima rata si è ridotto circa dello 0.54%, presentando un valore medio attuale pari al 3.4%.

In ultimo il progressivo calo del prezzo delle abitazioni, che è risultato pari al 12% nel periodo 2011-2014, ha spinto ad un incremento nella propensione all'acquisto delle famiglie.

Se da un lato questi fattori hanno portato ad un aumento delle compravendite, nonché ad un miglioramento delle prospettive del settore immobiliare nel medio periodo, è necessario valutare anche l'altro lato della medaglia. Il tasso di risparmio delle famiglie negli ultimi dieci anni ha subito infatti una forte riduzione. Il minor risparmio è traducibile in un maggior ricorso al debito da parte di chi vorrà acquistare la propria residenza primaria in futuro. Tra l'altro il ricorso al debito, non potendo coprire l'intero costo dell'abitazione, obbligherà le famiglie che non hanno sufficienti risparmi a rinunciare all'acquisto.

Per quanto riguarda il volume delle compravendite di abitazioni in Italia, questo è risultato pari nello scorso anno a 421.336 NTN<sup>2</sup> (questo dato esclude i dati relativi ai comuni di Trento e Bolzano).

---

<sup>2</sup> Numero di transazioni normalizzate (NTN), ovvero ponderate rispetto all'effettiva quota di proprietà oggetto di compravendita.

Osservando i dati a livello macro geografico, è possibile notare che l'area italiana in cui si è verificato il maggior aumento dei volumi scambiati è quella del Centro, mostrando un incremento del 6.5% (l'area Centro detiene una quota di mercato pari a 21.3%). L'area Nord Est ha mostrato invece un rialzo del 5%, dinanzi ad una quota di mercato pari a 19%. Il Nord ovest, detenendo una quota di mercato del 32.7%, rappresenta l'area in cui avviene il maggior numero di scambi in tutto il paese. Il guadagno relativo ai volumi, in termini percentuali, in quest'area è risultato pari a 3.4%. Per finire Sud e Isole rappresentando un volume di scambi rispettivamente del 18.1% e del 9%, hanno mostrato aumenti dello 0.8% e dello 0.2%.

| Area          | NTN<br>2014    | Var.%<br>NTN<br>2013/14 | Quota NTN<br>per Area |
|---------------|----------------|-------------------------|-----------------------|
| Nord Ovest    | 137.611        | 3,4%                    | 32,7%                 |
| Nord Est      | 79.640         | 5,0%                    | 18,9%                 |
| Centro        | 89.681         | 6,5%                    | 21,3%                 |
| Sud           | 76.290         | 0,8%                    | 18,1%                 |
| Isole         | 38.114         | 0,2%                    | 9,0%                  |
| <b>ITALIA</b> | <b>421.336</b> | <b>3,5%</b>             | <b>100,0%</b>         |

**Tabella 2**

Fonte: Osservatorio del mercato immobiliare, *Rapporto immobiliare*, 21 maggio 2015.

Per quanto concerne il valore monetario delle abitazioni compravendute, come riportato dalla Banca dati Omi, il settore residenziale nel 2014 ha avuto un guadagno di 5 miliardi, la spesa in abitazioni è passata infatti da 67.5 miliardi nel 2013 a 72.1 miliardi nell'anno scorso. L'area del Centro come appena illustrato, è quella con la quota di mercato più alta, ma non solo, è anche quella che ha visto un maggior rialzo delle compravendite nel 2014. Il valore medio speso per l'acquisto di un abitazione nell'area in questione risulta pari a circa 225.000 euro. La distribuzione del valore monetario tra le diverse aree è in linea con quella del NTN, come è possibile vedere dalla seguente tabella.

| Area          | Stima<br>fatturato 2014<br>miliardi € | Stima fatturato<br>medio u.i.<br>€ | Quota<br>fatturato<br>per area | Var.%<br>fatturato<br>2013/14 |
|---------------|---------------------------------------|------------------------------------|--------------------------------|-------------------------------|
| Nord Ovest    | 24,3                                  | 176.600                            | 33,7%                          | 4,0%                          |
| Nord Est      | 13,4                                  | 168.700                            | 18,6%                          | 4,2%                          |
| Centro        | 20,2                                  | 225.000                            | 28,0%                          | 6,5%                          |
| Sud           | 9,6                                   | 125.500                            | 13,3%                          | 0,6%                          |
| Isole         | 4,6                                   | 120.100                            | 6,4%                           | 0,4%                          |
| <b>ITALIA</b> | <b>72,1</b>                           | <b>171.000</b>                     | <b>100,0%</b>                  | <b>4,0%</b>                   |

**Tabella 3**

Fonte: Osservatorio del mercato immobiliare, *Rapporto immobiliare*, 21 maggio 2015.

## 2.4 Andamento dei prezzi e domanda abitativa

In termini reali, è possibile identificare quattro fasi dell'andamento dei prezzi del settore immobiliare, caratterizzate da ciclicità. Partendo dagli anni '60, la prima fase cessò nel '74 quando vi fu un forte incremento delle quotazioni degli immobili (+30%), in concomitanza con il primo shock petrolifero, che aumentò la domanda degli stessi. La seconda fase andò dal 1974 fino a metà del 1981, e fu caratterizzata da un'alta volatilità che si concentrò prevalentemente attorno al '79, anno dello scoppio del secondo shock petrolifero. Un altro elemento fortemente caratterizzante questa seconda fase fu il forte incremento delle quotazioni immobiliari che raggiunsero il loro punto più alto nell'81. La terza fase (1981-1992), vide una brusca riduzione dei prezzi delle abitazioni fino all'86, anno in cui cominciarono nuovamente a crescere fino al '92, dove raggiunsero il picco più alto.

Infine la quarta fase iniziò con la recessione degli anni '90 che portò ad una forte riduzione dei prezzi in termini reali, che terminò nel '99. La nascita dell'Unione Europea portò ad una riduzione del costo del denaro, che a sua volta determinò un aumento del potere d'acquisto delle famiglie che cominciarono ad implementare la domanda di abitazioni, dando il via ad una successiva fase di incremento dei prezzi, che come sappiamo cessò nel 2008.



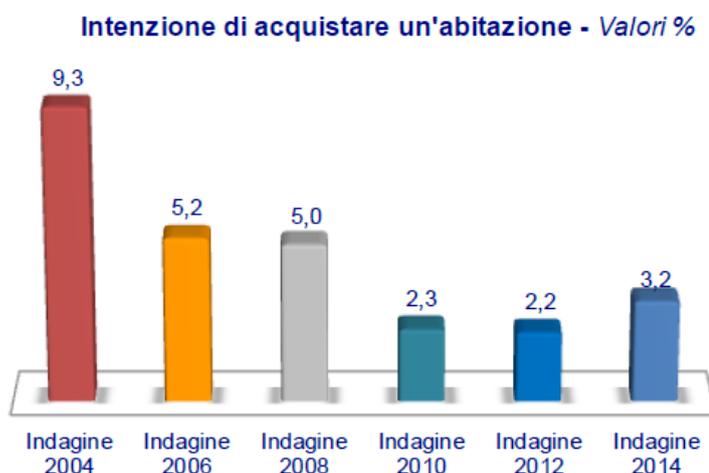
Figura 10

Per quanto riguarda l'indice delle quotazioni OMI<sup>3</sup>, mentre nel periodo 2006-2008 ha mostrato un aumento dell'11%, con l'insorgere della crisi economico-finanziaria si è poi ridotto allo -0.29%.

<sup>3</sup> Osservatorio del mercato immobiliare (OMI) dell'Agenzia del territorio.

Nel periodo che va dal 2000 al 2007, i prezzi reali delle case (prezzi al netto dell'inflazione al consumo), hanno subito un aumento in misura pari al 40%, cominciando poi dal 2008 una fase di declino. Nel 2011 questa flessione dei prezzi si è ulteriormente accentuata, arrivando a determinare una riduzione di circa il 13.7% negli ultimi anni.

Analizzando i dati forniti dalle statistiche Istat, nel quarto trimestre 2014 è osservabile una riduzione dell'IPAB<sup>4</sup> dello 0.8% rispetto al terzo trimestre, mentre con riferimento allo stesso periodo del 2013 l'IPAB si è ridotto del 2.9%. Il calo in esame riguarda non soltanto gli acquisti di abitazioni da parte delle famiglie, ma anche gli investimenti immobiliari. Inoltre i prezzi che si sono ridotti sono sia quelli delle abitazioni già esistenti, sia quelli delle abitazioni di nuova costruzione. Sussiste quindi una tendenza al ribasso, che risulta però attenuata rispetto ai precedenti trimestri. Il picco più alto dell'IPAB è stato raggiunto nel primo trimestre 2013 con un valore di -6%, mentre è andato poi attenuandosi nei trimestri successivi. Questo ridimensionamento dei prezzi è in linea con i primi segnali di ripresa delle compravendite del settore residenziale. Un ulteriore segnale di ripresa è dato dall'indagine condotta da Tecnoborsa nel 2014, in cui era emerso che il 3.2% delle famiglie italiane appartenenti al campione intervistato, era intenzionata ad acquistare casa nel biennio 2014-2015, mentre nella stessa indagine del 2012 le famiglie con tale intenzione rappresentavano soltanto il 2.2% del campione.



**Figura 11**

Fonte: Ance, *Osservatorio congiunturale sull'industria delle costruzioni*, luglio 2014.

Secondo l'indagine del 2014, il 73.2% delle famiglie è spinta all'acquisto dall'esigenza di avere una casa di proprietà, oppure dalla necessità di migliorare la propria condizione abitativa. L'11.6% del campione è intenzionato invece ad acquistare una seconda casa per le

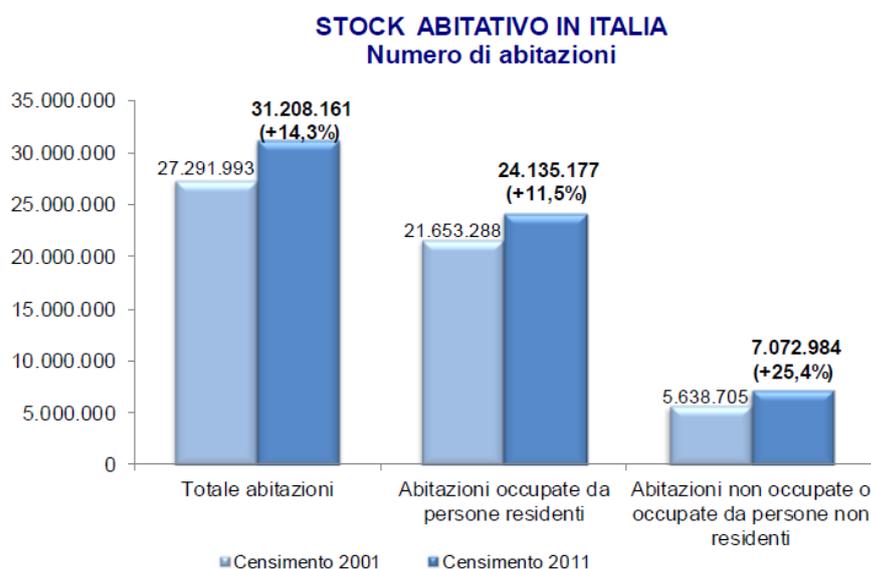
<sup>4</sup> Indice dei prezzi delle abitazioni acquistate dalle famiglie (IPAB).

vacanze, il 9.5% per motivi di investimento ed il restante 6.2% intende acquistare una casa per i figli o comunque per i parenti prossimi. E' aumentata rispetto alle precedenti indagini (2010 e 2012), la quota di famiglie interessate all'acquisto di un'abitazione principale, mentre si è ridotta la quota di coloro che intendono comprarne una per figli o per altri parenti. Infine sono rimaste sostanzialmente inalterate le quote di chi intende effettuare l'acquisto per investimento o per trascorrervi le vacanze.

Nonostante la crisi economica abbia ridotto il numero di compravendite, la domanda abitativa in Italia rimane comunque elevata grazie al numero di famiglie presenti nel territorio, ma anche e soprattutto per merito dell'aumento della popolazione. Per quanto riguarda il numero di famiglie, nel periodo che va dal 2004 al 2011, queste sono aumentate del 9%, mentre la popolazione in tale periodo ha visto una crescita dell'1.6%. Un dato negativo però proviene dalle statistiche Istat che mostrano una riduzione del 59% delle abitazioni messe in cantiere nel periodo considerato. Secondo quanto stimato dall' Ance, il fabbisogno potenziale complessivo di abitazioni nel territorio nazionale, tenuto conto dei dati fin qui esposti, è di circa 700.000 abitazioni.

## **2.5 Lo stock abitativo nazionale**

Secondo quanto riportato dal 15° Censimento Istat condotto nel 2011 e riguardante la popolazione e le abitazioni, il numero di edifici ad uso residenziale in Italia ammonta a 12.187.698, su un totale di 31.208.161. abitazioni. Per quanto riguarda l'età di questi edifici, il 53.7% ha più di 40 anni, un ulteriore 31% risale al periodo 1971-1990, mentre per la parte restante il 7.4% è stato edificato nel periodo 1991-2000 ed il 7.9% nel periodo 2001-2011. La maggior parte delle abitazioni italiane, ovvero il 77.3% del totale, è occupata da persone residenti, mentre la parte rimanente è inoccupata o occupata da persone non residenti. Quest'ultima parte è rappresentata dalle case vacanza, dalle abitazioni in cui dimorano studenti o lavoratori che non vi risiedono ed infine dalle abitazioni vuote. Il numero totale di abitazioni rispetto al precedente Censimento ha visto un aumento del 14.3%. Le abitazioni occupate sono aumentate di 2.5 milioni, mentre quelle non occupate sono aumentate in misura pari a 1.4 milioni.

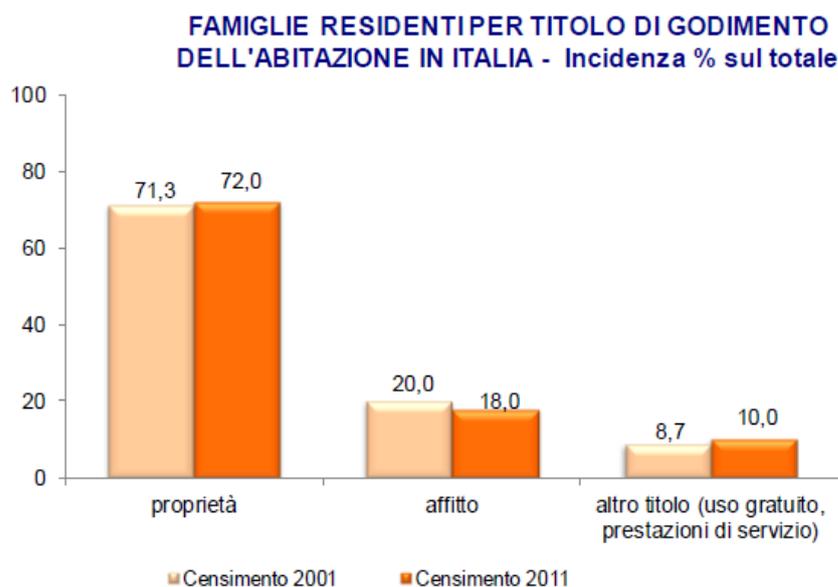


**Figura 12**

Fonte: Ance, *Lo stock abitativo in Italia, maggio 2015*.

Delle abitazioni occupate, il 93.3% appartiene a persone fisiche, il 4.1% è di proprietà pubblica, l'1.5% appartiene ad imprese e società, mentre la parte restante appartiene in parte a cooperative edilizie ed in parte ad altri soggetti. La quota più grande delle abitazioni occupate è quindi di proprietà di persone fisiche ed è stata caratterizzata da un significativo aumento, pari a 13.4%, rispetto al sondaggio condotto nel 2001. E' aumentato anche il numero di quelle appartenenti ad imprese e società, in misura pari al 20.1%. A mostrare un'inversione di tendenza sono state invece le abitazioni di proprietà pubblica, che hanno registrato, rispetto al precedente sondaggio, una tendenza al ribasso del 12.8%.

E' importante per una completa analisi del patrimonio abitativo nazionale, esaminare le principali tendenze delle famiglie, con riguardo alle modalità di occupazione delle abitazioni. Sempre con riferimento al sondaggio di cui sopra, è possibile stimare che il 72% delle famiglie vive in una casa di proprietà, mentre soltanto il 18% vive in affitto. Infine coloro che occupano le abitazioni ad uso gratuito, piuttosto che ad altro titolo, rappresentano il 10% del totale. L'aumento della quota di famiglie proprietarie nel periodo 2001-2011 è risultata pari allo 0.7%, e dell'1.3% è stato invece l'incremento del numero di famiglie che occupano le abitazioni a titolo diverso. Ha mostrato invece una riduzione il numero di famiglie in affitto, passando da 20% a 18% nel periodo intercensuario.



**Figura 13**

Fonte: Ance, *Lo stock abitativo in Italia, maggio 2015*.

Notevole rilevanza rivestono i dati relativi alle tipologie alloggiative diverse dalle abitazioni, quali ad esempio le roulotte, i camper, le capanne, i garage, le rimesse, le cantine e le soffitte. Molte famiglie residenti, non potendosi infatti permettere di vivere in un abitazione, sono costrette ad alloggiare in edifici non sicuri o comunque non destinati all'uso residenziale. E' stato sconvolgente l'incremento di queste tipologie di alloggi nel corso di dieci anni, che hanno subito un aumento di ben 131% rispetto al 2001. Il maggior ricorso a soluzioni di questo tipo, rappresenta una forma di disagio sociale in rapida crescita che se dovesse continuare ad aumentare, potrebbe diventare una vera e propria emergenza.

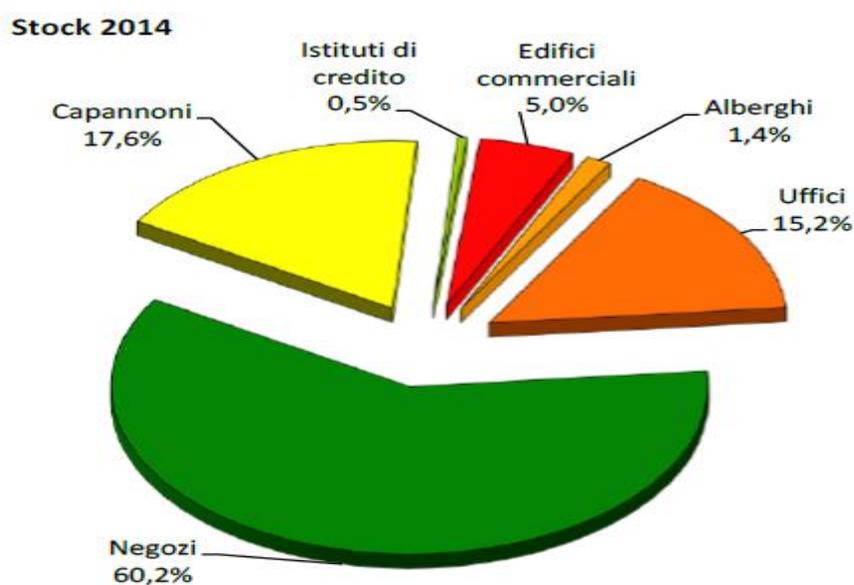
## 2.6 Il comparto non residenziale

Finora è stata posta l'attenzione sull'attuale situazione, nonché sulle prospettive a breve termine del comparto residenziale italiano. Tale comparto interessa infatti tutte le famiglie da vicino, mentre quello non residenziale riguarda una fascia più ristretta della popolazione. Per fornire un quadro abbastanza completo del mercato immobiliare italiano, verranno di seguito analizzati alcuni dati anche relativamente a quest'ultimo settore.

Il comparto non residenziale è composto da tutti quegli edifici che non vengono utilizzati per scopi abitativi, come capannoni, negozi, uffici e laboratori. Così come per il settore residenziale, anche il "non residenziale" ha subito un notevole peggioramento nel corso dell'ultimo decennio. Nel 2003 gli investimenti privati avevano già visto un calo iniziale che

venne successivamente aggravato dalla contrazione degli investimenti pubblici. In seguito si è verificata una forte espansione delle compravendite, che si è interrotta nel 2007 invertendo la tendenza e protraendosi fino al 2010. Nel periodo 2007-2010 questa flessione ha portato ad una riduzione complessiva delle compravendite del 25%. E' poi seguita una fase di temporaneo miglioramento, ma alla fine del 2011 è ripartita la contrazione che in un solo anno ha portato ad un calo del 37.4%. Finalmente nel 2014 il mercato ha ricominciato a muoversi, mostrando un aumento dei volumi di compravendita. Rispetto al 2013 infatti, come riportato dall'ultimo rapporto immobiliare dell'Agenzia delle entrate, vi è stato un aumento netto dell'1.3% delle unità immobiliari non residenziali compravendute.

La tipologia edilizia prevalente all'interno di tale comparto, è rappresentata dai negozi, comprendente un numero totale di unità superiore a 2.5 milioni. Questi costituiscono il 60.2% dello stock non residenziale, seguiti dai capannoni (17.6%) e dagli uffici (15.2%).

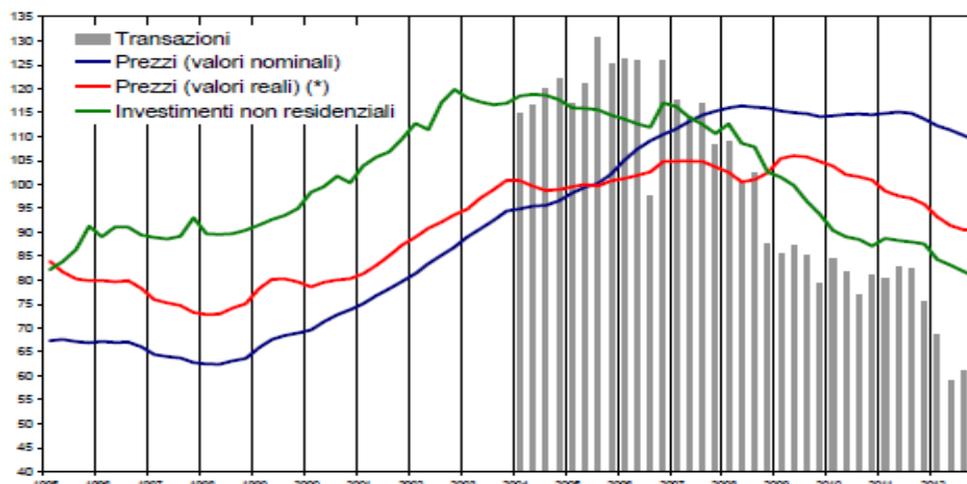


**Figura 14**

Fonte: Osservatorio del mercato immobiliare, *Rapporto immobiliare, maggio 2015*.

Per quanto riguarda i prezzi reali degli immobili non residenziali, questi hanno registrato una riduzione più significativa rispetto a quelli del settore residenziale, subendo una flessione del 14.2% nel periodo 2009-2012. Questa maggiore sensibilità dei prezzi rispetto a quelli delle abitazioni, era già stata avvertita nella crisi della seconda metà degli anni '90, rispecchiando una particolarità del settore non residenziale con riferimento alla ciclicità del mercato.

## Prezzi e compravendite di immobili non residenziali in Italia



(\*) Deflazionati con i prezzi alla produzione.

**Figura 15**

Fonte: Banca d'Italia, *Le tendenze del mercato immobiliare: l'Italia e il confronto internazionale, luglio 2013*.

I negozi sono maggiormente concentrati nell'area meridionale dell'Italia, ma anche nel Nord-Ovest e nel Centro, mentre nel Nord-Est e nelle Isole la concentrazione è minore.

Nel biennio 2006-07 la riduzione dei volumi di negozi scambiati è stata compresa tra il 4 ed il 5%, nel biennio successivo invece la situazione è peggiorata portando ad un'ulteriore riduzione del 10%, attestandosi in totale al 15%. Questa flessione si è attenuata nel 2010-2011, cominciando poi ad acuirsi nel 2012 e proseguendo nel 2013 anche se in misura minore. L'esito di questa dinamica riduttiva, ha portato ad un calo degli scambi pari al 50% rispetto al 2004. Nel 2014 la situazione ha cominciato a migliorare lievemente, si è verificato infatti un aumento del 5.4% negli scambi rispetto all'anno precedente.

Per quanto riguarda la quotazione media dei negozi, nel 2014 il valore si attestava attorno ai 1.686 €/m<sup>2</sup>, inferiore del 3.9% rispetto alla quotazione del 2013.

I capannoni diversamente da quanto avviene per i negozi, sono maggiormente concentrati nell'area settentrionale del paese, mentre in misura minore nel Centro, nel Sud e nelle Isole.

Nel periodo 2006-2010 i volumi di compravendite relativi ai capannoni sono risultati in forte calo, nel 2011 vi è stato un primo segnale di ripresa che però è subito stato smentito nell'anno successivo quando le compravendite sono tornate a ridursi, diminuendo anche nel 2013.

Dopo due anni di cali significativi, gli scambi relativi al mercato dei capannoni nel 2014 sono tornati a crescere, mostrando un aumento del 3.6% rispetto al precedente anno. Questo incremento però è sintesi di diversi risultati registrati a livello territoriale, l'area del Nord ha infatti registrato aumenti superiori all'otto per cento mentre in tutte le altre aree del paese, vi

sono stati cali anche sostanziosi dei volumi scambiati. Basti pensare che nelle Isole la riduzione delle compravendite è risultata superiore al 19%. Nel complesso nel corso di 10 anni il settore ha visto un calo prossimo al 40%.

La quotazione media dei capannoni nel 2014 è risultata pari a circa 525 €/m<sup>2</sup>, mostrando un lieve calo dell'1.3% rispetto al 2013.

Passiamo in ultimo ad esaminare il mercato degli uffici. Questi presentano una maggiore concentrazione nel Nord e nel Centro del paese, a seguire Sud e Isole. Dal 2006 anche gli uffici hanno cominciato a registrare una riduzione delle compravendite, che è proseguita ininterrottamente fino al 2013. Secondo i dati forniti dall'Agenzia delle entrate nel periodo 2004-2013, la contrazione complessiva del mercato è risultata pari al 55%. Tale contrazione non si è arrestata nemmeno nel corso del 2014 nelle aree del Nord e del Centro, mentre nel Sud e nelle Isole vi è stato un parziale miglioramento. Contrariamente a quanto avvenuto per negozi e capannoni, le compravendite del settore uffici nel 2014, non hanno mostrato alcun margine di miglioramento, sono invece risultate ulteriormente in calo. Rispetto al 2013 infatti il volume di scambi di questa tipologia edilizia, è risultato in flessione del 5% nello scorso anno. La quotazione media annuale per gli uffici nel 2014 è risultata pari a 1.485 €/m<sup>2</sup>, con una riduzione del 4.8% rispetto al 2013.

Concludendo, si può rilevare che il settore non residenziale ha cominciato a mostrare dei segnali di miglioramento a partire dall'anno scorso, che però non sono uniformi nelle varie tipologie edilizie che lo compongono. Come fin qui esaminato, mentre le compravendite di negozi e capannoni hanno cominciato ad aumentare nel 2014, quelle relative agli uffici sono invece calate. Vi è invece uniformità nella tendenza al ribasso delle quotazioni di tutte e tre le categorie del settore.

## **2.7 Il settore dei mutui**

Nel periodo 1998-2007, si è verificato un forte aumento dell'offerta di mutui per l'acquisto delle abitazioni. Molto importanti sono stati dal lato della domanda i bassi tassi di interesse e l'andamento positivo del settore immobiliare. Ciò che ha invece spinto all'aumento dal lato dell'offerta sono stati da una parte l'ingresso di nuovi operatori ed il conseguente aumento della concorrenza, dall'altro l'offerta di nuovi prodotti che ha dato la possibilità di accedere al credito a numerose famiglie. A partire dal 2004 e nei tre anni successivi, la quota di capitali erogata dalle banche italiane ha superato i 60 miliardi di euro, toccando una vetta mai

raggiunta in passato. Con lo scoppio della crisi finanziaria ad agosto 2007, le condizioni di offerta dei finanziamenti si sono inasprite. Nell'autunno del 2008 la crisi si è ulteriormente aggravata, rendendo necessaria la predisposizione di apposite misure atte a rispondere alle esigenze di liquidità di imprese e famiglie. Tra le misure adottate per le famiglie, la più importante è sicuramente il "Piano Famiglie", la quale prevedeva per le famiglie in difficoltà la sospensione delle rate del mutuo per un periodo minimo di un anno. Tale sospensione poteva essere richiesta da parte di chi possedeva un mutuo di importo non superiore a 150.000 euro, con un reddito annuo non superiore a 40.000 euro e che non fosse autosufficiente a causa della perdita del posto di lavoro piuttosto che dall'avvio di una procedura di cassa integrazione guadagni nell'impresa. Gli interessi sul mutuo continuavano a maturare durante il periodo di sospensione ed il piano di ammortamento veniva adeguato tenendo conto di tale periodo. Secondo quanto riportato dall'ABI<sup>5</sup> la quota di mutui sospesi è risultata pari all'1.5% di quelli in essere nel periodo di riferimento. La principale causa di richieste di sospensione è stata rappresentata dalla perdita del posto di lavoro da parte di lavoratori subordinati, a seguire la sospensione o riduzione dell'orario lavorativo, mentre in misura minore vi hanno partecipato le cessazioni dei rapporti riguardanti i lavoratori parasubordinati. La partecipazione da parte degli intermediari creditizi al programma è stata del 92%.

Tra le altre misure messe in atto per sostenere le famiglie, va sicuramente ricordato il "Fondo solidarietà mutui prima casa". Quest'ultimo era rivolto alle famiglie che possedevano un mutuo di importo inferiore a 250.000 euro, e che presentavano un indicatore ISEE inferiore a 30.000 euro. Ad essere sospese erano soltanto le rate del mutuo, mentre dovevano continuare ad essere pagati gli interessi che maturavano durante il periodo di sospensione. Questa misura, divenuta operativa nel 2010, era obbligatoria per le banche. Sono state circa 5.000 le famiglie che hanno beneficiato del Fondo.

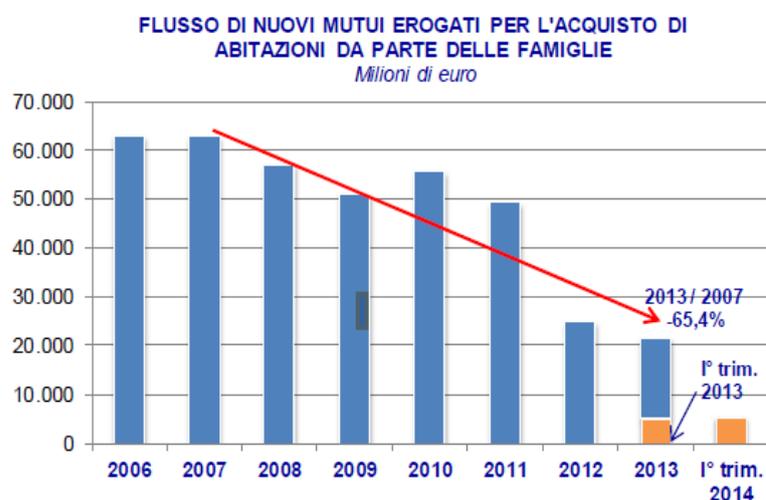
Dal lato delle imprese, il più importante programma emanato per sostenerne la domanda di liquidità è stato rappresentato dall'"Avviso comune". Quest'ultimo prevedeva per le piccole e medie imprese la possibilità di sospendere per 12 mesi il rimborso della quota capitale del mutuo, oltre alla possibilità di sospendere per 12 mesi il pagamento della quota capitale dei contratti di leasing immobiliare e per 6 mesi quella dei contratti di leasing mobiliare. Erano escluse dall'accesso al programma le imprese con elevate anomalie economiche, come ad esempio le imprese in sofferenza. Complessivamente la percentuale di mutui alle imprese sospesi, ha rappresentato il 10% del totale.

Passando ad esaminare i dati relativi all'offerta di prestiti nell'ultimo decennio, risulta importante notare come a fronte dei 63 miliardi di euro erogati sotto forma di mutui per

---

<sup>5</sup> Associazione bancaria italiana.

l'acquisto delle abitazioni nel 2007, nel 2013 questi abbiano subito un calo superiore al 65%. La perdita complessiva di finanziamenti in questo arco temporale (2007-2013) è stata di 117 miliardi. Nel primo trimestre dello scorso anno, finalmente si è assistito ad un innalzamento del tasso di mutui erogati, in misura pari a + 9.3% rispetto al primo trimestre del 2013.



**Figura 16**

Fonte: Ance, *Osservatorio congiunturale sull'industria delle costruzioni*, luglio 2014.

Questo segnale di ripresa avvertito nel primo trimestre 2014, è stato poi confermato dalle erogazioni di mutui che sono seguite nei trimestri successivi. Le condizioni applicate dagli istituti di credito sul rilascio dei mutui, hanno infatti continuato ad allentarsi a livello nazionale a partire dalla seconda metà del 2014. Ciò ha reso possibile un maggior accesso al credito da parte di numerose famiglie che precedentemente ne erano rimaste escluse. Queste condizioni meno restrittive si sono tradotte essenzialmente in una riduzione dei tassi di interesse, nonché appunto nell'aumento delle quantità di credito offerte. Nel quarto trimestre 2014 come rilevato dal sito dell'Ansa, si è verificato un aumento delle emissioni di prestiti in misura pari al 25% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Per quanto riguarda la dimensione dei capitali erogati, è stato registrato un aumento del 10% rispetto al 2013, si è infatti passati dall'emissione di prestiti per un totale di 17.6 miliardi, a 19.3 miliardi nel 2014. La durata media dei mutui è risultata pari a circa 22.6 anni a livello nazionale, non mostrando differenze significative nelle varie aree del paese e presentando invece una maggiore stabilità rispetto al 2013.

# Conclusione

Nel seguente elaborato sono stati offerti numerosi spunti atti a spiegare la propensione delle famiglie italiane ad investire fortemente nel settore immobiliare. Nel confronto internazionale, l'Italia spicca infatti tra gli altri paesi sviluppati per questo insolito comportamento dei risparmiatori. E' stato dimostrato come elementi quali la ricchezza piuttosto che l'età siano fattori che influenzano in qualche modo le scelte allocative. Fattori invece come il rischio di investimento, la mobilità di portafoglio e la disponibilità di informazioni finanziarie, rappresentano condizioni irrinunciabili per l'accesso al mercato finanziario.

Nella seconda parte del documento sono stati riportati numerosi dati riguardanti il mercato immobiliare italiano, con lo scopo di offrire un quadro d'insieme sulla sua evoluzione durante e dopo la crisi. A partire dal 2007 l'effetto della crisi si è fatto sentire in maniera molto forte, portando ad una riduzione delle compravendite di abitazioni che si è protratta fino al 2013. Come conseguenza nell'anno successivo i prezzi delle case hanno cominciato a ridursi, portando ad una svalutazione dell'intero patrimonio immobiliare italiano. Durante lo stesso periodo il mercato creditizio ha cominciato ad adottare delle misure molto restrittive per l'accesso al credito, impedendo a numerose famiglie di ottenere un mutuo per l'acquisto della propria residenza. Si è resa quindi necessaria l'adozione di apposite misure atte a sostenere l'esigenza di liquidità non soltanto di queste famiglie, ma anche delle imprese. Ne sono state elencate e spiegate alcune tra le più importanti. Nel complesso quindi gli effetti della recessione sul mercato degli immobili si possono definire disastrosi.

A conferma di quanto appena detto è stata riportata anche una breve descrizione sullo stock immobiliare attuale, mostrando come le condizioni di emergenza abitativa siano notevolmente peggiorate nell'ultimo decennio, arrivando a valori superiori al doppio rispetto al 2001.

Una speranza di ripresa è arrivata con i dati rilevati lo scorso anno, che se da una parte hanno confermato la tendenza al ribasso dei prezzi delle abitazioni, seppure in modo meno marcato rispetto agli anni precedenti, dall'altro hanno mostrato dei primi segnali di miglioramento nel numero di unità compravendute. Non solo, anche il mercato creditizio ha cominciato a risollevarsi, allentando le condizioni necessarie per l'accesso al credito e determinando come conseguenza una riduzione dei tassi di interesse e un incremento dell'offerta di prestiti. Nella speranza che questi margini di miglioramento non rappresentino soltanto un fenomeno isolato, è auspicabile una risalita del settore immobiliare nei prossimi anni.

# Bibliografia

AGENZIA DELLE ENTRATE, 2012. *Analisi territoriale del valore del patrimonio abitativo* [online]. Disponibile su: <[http://wwwt.agenziaentrate.gov.it/mt/comunicazione/Gli%20immobili%20in%20italia%202012/Immobili\\_2012\\_Cap2.pdf](http://wwwt.agenziaentrate.gov.it/mt/comunicazione/Gli%20immobili%20in%20italia%202012/Immobili_2012_Cap2.pdf)> [Data di accesso: 19/06/2015].

AGENZIA DELLE ENTRATE, 2015. *Rapporto immobiliare 2015* [online]. Disponibile su: <[http://www.agenziaentrate.gov.it/wps/file/Nsilib/Nsi/Documentazione/omi/Pubblicazioni/Rapporti+immobiliari+residenziali/rapporto+immobiliare+2015/RI\\_2015\\_QuadroGenerale\\_21052015.pdf](http://www.agenziaentrate.gov.it/wps/file/Nsilib/Nsi/Documentazione/omi/Pubblicazioni/Rapporti+immobiliari+residenziali/rapporto+immobiliare+2015/RI_2015_QuadroGenerale_21052015.pdf)> [Data di accesso: 02/07/2015].

AGENZIA DELLE ENTRATE, 2015. *Rapporto immobiliare 2015: immobili a destinazione terziaria, commerciale e produttiva* [online]. Disponibile su: <[http://www.agenziaentrate.gov.it/wps/file/Nsilib/Nsi/Documentazione/omi/Pubblicazioni/Rapporti+immobiliari+non+residenziali/2015+non+residenziale/RI\\_2015\\_nonres\\_28052015.pdf](http://www.agenziaentrate.gov.it/wps/file/Nsilib/Nsi/Documentazione/omi/Pubblicazioni/Rapporti+immobiliari+non+residenziali/2015+non+residenziale/RI_2015_nonres_28052015.pdf)> [Data di accesso: 14/06/2015].

ANCE, 2014. *Il mercato immobiliare residenziale* [online]. Disponibile su: <<http://www.ance.it/docs/docDownload.aspx?id=20424>> [Data di accesso: 28/06/2015].

ANCE, 2014. *Osservatorio congiunturale sull'industria delle costruzioni* [online]. Disponibile su: <<http://www.ance.it/docs/docDownload.aspx?id=16437>> [Data di accesso: 16/06/2015].

ANCE, 2015. *Lo stock abitativo in Italia* [online]. Disponibile su: <[http://www.aspesi-associazione.it/public/files/2015/CensimentoPopolazione\\_abitazioni\\_istat2011\\_Maggio2015-rev1.pdf](http://www.aspesi-associazione.it/public/files/2015/CensimentoPopolazione_abitazioni_istat2011_Maggio2015-rev1.pdf)> [Data di accesso: 15/06/2015].

BANCA D'ITALIA, 2009. *L'andamento del mercato immobiliare italiano e i riflessi sul sistema finanziario* [online]. Disponibile su: <[http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2009-0059/QEF\\_59.pdf](http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2009-0059/QEF_59.pdf)> [Data di accesso: 15/06/2015].

BANCA D'ITALIA, 2012. *L'accesso al credito in tempo di crisi: le misure di sostegno a imprese e famiglie* [online]. Disponibile su: <[http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2012-0111/QEF\\_111.pdf](http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2012-0111/QEF_111.pdf)> [Data di accesso: 21/06/2015].

BANCA D'ITALIA, 2013. *L'indebitamento e la vulnerabilità finanziaria delle famiglie nelle regioni italiane* [online]. Disponibile su: <[http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2013-0163/QEF\\_163.pdf](http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2013-0163/QEF_163.pdf)> [Data di accesso: 04/07/2015].

BANCA D'ITALIA, 2013. *Le tendenze del mercato immobiliare: l'Italia e il confronto internazionale* [online]. Disponibile su: <[https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/collana-seminari-convegni/2013-0015/Atti\\_convegno\\_immobiliare\\_lug13.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/collana-seminari-convegni/2013-0015/Atti_convegno_immobiliare_lug13.pdf)> [Data di accesso: 25/06/2015].

BANCA D'ITALIA, 2014. *La ricchezza delle famiglie italiane* [online]. Disponibile su: <[https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/ricchezza-famiglie-italiane/2014-ricchezza-famiglie/suppl\\_69\\_14.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/ricchezza-famiglie-italiane/2014-ricchezza-famiglie/suppl_69_14.pdf)> [Data di accesso: 02/07/2015].

BANCA D'ITALIA, 2015. *La domanda e l'offerta di credito a livello territoriale* [online]. Disponibile su: <[https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/economie-regionali/2014/2014-044/1444\\_domanda\\_credito.pdf.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/economie-regionali/2014/2014-044/1444_domanda_credito.pdf.pdf)> [Data di accesso: 21/06/2015].

CHARLES GRANT e TUOMAS A. PELTONEN, 2008. *Housing and equity wealth effects of italian households* [online]. Disponibile su: <<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp857.pdf>> [Data di accesso: 01/07/2015].

CLAUDIO GIANNOTTI e GIANLUCA MATTAROCCHI, 2015. *Risk diversification in a Real Estate Portfolio: Evidence from Italian Market* [online]. Disponibile su <[http://www.researchgate.net/publication/37391796\\_Risk\\_Diversification\\_in\\_a\\_Real\\_Estate\\_Portfolio\\_Evidence\\_from\\_the\\_Italian\\_Market](http://www.researchgate.net/publication/37391796_Risk_Diversification_in_a_Real_Estate_Portfolio_Evidence_from_the_Italian_Market)> [Data di accesso: 07/07/2015].

EVA SIERMINSKA, ANDREA BRANDOLINI e TIMOTHY M. SMEEDING, 2006. *Comparing wealth distribution across rich countries: First results from the Luxembourg Wealth Study* [online]. Disponibile su <<http://www.lisdatacenter.org/wps/lwswps/1.pdf>> [Data di accesso: 05/07/2015]

ISTAT, 2014. *Prezzi delle abitazioni* [online]. Disponibile su: <<http://www.istat.it/it/archivio/154610>> [Data di accesso: 16/06/2015].

IVAN FAIELLA e ANDREA NERI, 2004. *La ricchezza delle famiglie italiane e americane* [online]. Disponibile su: <[https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/temi-discussione/2004/2004-0501/tema\\_501.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/temi-discussione/2004/2004-0501/tema_501.pdf)> [Data di accesso: 02/07/2015].

LUIGI CANNARI e IVAN FAIELLA, 2008. *House prices and housing wealth in Italy* [online]. Disponibile su: <<http://www.iariw.org/papers/2004/ivan.pdf>> [Data di accesso: 01/07/2015].

LUIGI GUISO e TULLIO JAPPELLI, 2000. *Households portfolios in Italy* [online]. Disponibile su: <<http://www.csef.it/wp/wp43.pdf>> [Data di accesso: 03/07/2015].

MARIANNA BRUNETTI e COSTANZA TORRICELLI, 2014. *Second homes: households' life dream or (wrong) investment?* [online]. Disponibile su <[http://www.cefin.unimore.it/new/wp-content/uploads/2015/05/Cefin\\_WP\\_52.pdf](http://www.cefin.unimore.it/new/wp-content/uploads/2015/05/Cefin_WP_52.pdf)> [Data di accesso: 07/07/2015].

MARKUS JANTTI, EVA SIERMINSKA e TIM SMEEDING, 2008. *The Joint Distribution of Household Income and Wealth: Evidence from the Luxembourg Wealth Study* [online]. Disponibile su <<http://www.oecd.org/social/soc/40774821.pdf>> [Data di accesso: 07/07/2015].

RICCARDO CALCAGNO e MARIA CESIRA URZI BRANCATI, 2013. *Do more financially literate households invest less in housing? Evidence from Italy* [online]. Disponibile su <<http://www.carloalberto.org/assets/working-papers/no.297.pdf>> [Data di accesso: 07/07/2015]

TULLIO JAPPELLI e LUIGI PISTAFERRI, 2000. *The dynamics of Household Wealth Accumulation in Italy* [online]. Disponibile su <<http://web.stanford.edu/~pista/fstudies.pdf>> [Data di accesso: 07/07/2015].