



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Questioni di Economia e Finanza

(Occasional Papers)

Mercato immobiliare, imprese della filiera e credito:  
una valutazione degli effetti della lunga recessione

di Cristina Fabrizi, Raffaella Pico, Luca Casolaro,  
Mariano Graziano, Elisabetta Manzoli, Sonia Soncin,  
Luciano Esposito, Giuseppe Saporito e Tiziana Sodano

Marzo 2015

Numero

263





BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Questioni di Economia e Finanza

(Occasional papers)

Mercato immobiliare, imprese della filiera e credito:  
una valutazione degli effetti della lunga recessione

di Cristina Fabrizi, Raffaella Pico, Luca Casolaro,  
Mariano Graziano, Elisabetta Manzoli, Sonia Soncin,  
Luciano Esposito, Giuseppe Saporito e Tiziana Sodano

*La serie Questioni di economia e finanza ha la finalità di presentare studi e documentazione su aspetti rilevanti per i compiti istituzionali della Banca d'Italia e dell'Eurosistema. Le Questioni di economia e finanza si affiancano ai Temi di discussione volti a fornire contributi originali per la ricerca economica.*

*La serie comprende lavori realizzati all'interno della Banca, talvolta in collaborazione con l'Eurosistema o con altre Istituzioni. I lavori pubblicati riflettono esclusivamente le opinioni degli autori, senza impegnare la responsabilità delle Istituzioni di appartenenza.*

*La serie è disponibile online sul sito [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it).*

ISSN 1972-6627 (stampa)

ISSN 1972-6643 (online)

*Stampa a cura della Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia*

# MERCATO IMMOBILIARE, IMPRESE DELLA FILIERA E CREDITO: UNA VALUTAZIONE DEGLI EFFETTI DELLA LUNGA RECESSIONE

di Cristina Fabrizi\*, Raffaella Pico\*\*, Luca Casolaro\*, Mariano Graziano\*, Elisabetta Manzoli\*, Sonia Soncin\*, Luciano Esposito\*, Giuseppe Saporito\* e Tiziana Sodano\*

## Sommario

La filiera del settore immobiliare contribuisce per oltre un quinto al prodotto interno lordo; la sua rilevanza per il sistema bancario è ancora più elevata: il credito concesso alle imprese del comparto supera il 34 per cento dei finanziamenti al settore privato. La prolungata e intensa crisi che ha colpito il settore delle costruzioni e il mercato immobiliare, iniziata ancora prima della crisi finanziaria del 2008, ha avuto ripercussioni molto negative sulle imprese della filiera e sulle banche che le hanno finanziate. Il calo delle vendite e della redditività, superiore a quello medio del complesso delle imprese, ha fortemente aumentato la fragilità economica e finanziaria delle aziende della filiera, già caratterizzate da un livello di indebitamento più alto della media. Di riflesso è molto cresciuta la quota di imprese con problemi nel rimborso dei prestiti, in particolare tra quelle di maggiori dimensioni e tra quelle che avevano un *leverage* elevato. Il peggioramento della qualità del credito ha fortemente condizionato la concessione di nuovi finanziamenti al comparto.

**Classificazione JEL:** E01, G21, L74, L85, R21, R31.

**Parole chiave:** ciclo immobiliare, compravendite, quotazioni, imprese di costruzioni e servizi immobiliari, prestiti bancari.

## Indice

1. Introduzione.....	5
2. Il settore delle costruzioni e il mercato immobiliare.....	7
3. Struttura produttiva e situazione economica e finanziaria della filiera.....	10
4. Il finanziamento bancario delle imprese del comparto immobiliare.....	17
5. Caratteristiche d'impresa e accesso al credito durante la crisi.....	27
6. Conclusioni.....	32
Riferimenti bibliografici.....	35
Appendice statistica.....	37
Appendice metodologica.....	51

---

(\*) Banca d'Italia, Servizio stabilità finanziaria (\*\*) e Divisioni di analisi e ricerca economica territoriale di Bologna, Firenze, L'Aquila, Palermo, Torino, Trieste e Venezia.



## 1. Introduzione<sup>1</sup>

Il settore immobiliare riveste un ruolo assai rilevante nell'economia, per il contributo che esso fornisce, direttamente e indirettamente, all'attività produttiva, per la preponderanza degli immobili tra le attività che compongono la ricchezza delle famiglie<sup>2</sup> e per i legami con il settore creditizio e finanziario. Le molteplici interazioni che si sviluppano tra il mercato immobiliare e quello del credito hanno un'importanza centrale nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria e influenzano significativamente le tendenze cicliche dell'intera economia e le condizioni di stabilità del sistema finanziario. La crisi dei mutui *sub prime* negli Stati Uniti d'America, all'origine della crisi globale del 2008-09, ne è stato un esempio evidente.

In Italia, dopo una fase di forte espansione avviata al termine degli anni novanta, il ciclo immobiliare ha invertito la tendenza ben prima della crisi globale del 2008-09 (Gobbi e Zollino, 2013). Il valore aggiunto e gli investimenti del settore hanno iniziato a calare dalla fine del 2006, quando all'andamento negativo del comparto non residenziale (soprattutto di quello delle opere pubbliche) si è associata l'inversione del ciclo immobiliare residenziale. La durata e l'intensità della crisi hanno avuto un impatto negativo molto forte sul sistema delle imprese, caratterizzate nel confronto europeo da condizioni di più elevata fragilità economico-finanziaria (De Socio, 2010). Per le banche ciò ha significato un drastico incremento dei prestiti deteriorati, un fattore che ne ha successivamente condizionato la capacità di concedere nuovi finanziamenti<sup>3</sup>. Per le famiglie il peggioramento della qualità del credito è stato inferiore rispetto alle imprese, anche per le politiche molto selettive adottate dagli intermediari creditizi prima dello scoppio della crisi (Gobbi e Zollino (2013)) e per l'adozione di misure di sostegno alle famiglie in difficoltà nel rimborso del debito (moratorie; Magri e Pico (2012) e Banca d'Italia (2013)).

Questo lavoro focalizza l'analisi sulla filiera immobiliare, intesa come l'insieme di attività industriali e di servizi connessi con il settore delle costruzioni. Nel 2012<sup>4</sup> la filiera rappresen-

---

<sup>1</sup> Gli autori desiderano ringraziare Giorgio Gobbi, Silvia Magri, Matteo Carlo Piazza e Paolo Finaldi Russo per gli utili suggerimenti.

<sup>2</sup> Secondo recenti stime della Banca d'Italia (2013c), in Italia nel 2012 le abitazioni rappresentavano oltre il 56 per cento della ricchezza netta complessiva, in aumento di oltre 10 punti percentuali rispetto all'inizio degli anni duemila, e poco meno dell'84 per cento della ricchezza reale (dall'80,5 del 2000). Nel nostro paese la rilevanza degli investimenti immobiliari per le famiglie è elevata anche nel confronto internazionale: all'inizio del decennio in corso, infatti, le attività reali erano 5,5 volte il reddito disponibile lordo, valore comparabile con quello di Francia e Regno Unito e sensibilmente superiore a quello di Germania, Giappone, Canada e Stati Uniti.

<sup>3</sup> Durante la crisi, soprattutto nelle fasi più acute, le politiche di offerta delle banche sono state anche influenzate dai vincoli imposti dai livelli di patrimonializzazione e dalle difficoltà di *funding*. Secondo le analisi più recenti (Banca d'Italia (2013b)), l'accesso ai mercati della raccolta all'ingrosso da parte degli intermediari è migliorato nel corso del 2013, ma è rimasto discontinuo; il *funding gap*, ossia la parte dei prestiti a residenti che supera la raccolta al dettaglio (depositi e obbligazioni collocate presso le famiglie), si è portato a livelli prossimi a quelli registrati intorno alla metà dello scorso decennio, grazie alla contrazione dei prestiti. Tale indicatore per tutto il 2012 era rimasto su livelli elevati, anche se in diminuzione rispetto ai picchi del 2011 (Banca d'Italia (2012b)).

<sup>4</sup> Ultimo anno disponibile per il quale è possibile ricostruire anche il comparto dell'indotto (cfr. *L'Appendice metodologica*). Secondo le stime contenute in Gobbi e Zollino (2013) sulla base delle matrici input-output aggiornate al 2008, la capacità del settore delle costruzioni di attivare produzione nei settori fornitori è pari a 1,56; se si considerano gli effetti indiretti sull'intera economia il moltiplicatore raggiunge il valore di 2,15. La filiera immobiliare ricostruita in questo lavoro include, prudenzialmente, solo i settori più direttamente coinvolti nel ciclo produttivo delle costruzioni: in termini economici, il "moltiplicatore" a livello di impresa sarebbe quindi sottostimato rispetto a quello "aggregato", che include tutti i settori delle matrici input-output.

tava oltre un quinto del PIL, valore simile a quello della Francia e significativamente superiore a quello della Germania<sup>5</sup>. Ancora più rilevante è il peso che essa rivestiva in termini di credito concesso dal sistema bancario e finanziario: alla fine del 2013 il credito concesso alla filiera superava il 34 per cento dei finanziamenti alle imprese. Se consideriamo anche i finanziamenti alle famiglie per l'acquisto, la ristrutturazione e la costruzione di abitazioni<sup>6</sup>, i prestiti connessi con il settore immobiliare ammontavano a circa 700 miliardi di euro<sup>7</sup>, il 43 per cento del credito erogato al settore privato non finanziario. Nel confronto internazionale, l'esposizione delle banche italiane appare molto inferiore a quelle degli altri principali paesi; la differenza è riconducibile in larga misura alle famiglie, mentre l'incidenza dei prestiti alle imprese del settore delle costruzioni è notevolmente più elevata<sup>8</sup>.

Con riferimento alla filiera immobiliare il lavoro analizza l'evoluzione della situazione economica e finanziaria delle aziende dalla metà dello scorso decennio e valuta l'andamento e la qualità del credito a queste concesso dal sistema bancario e finanziario nel periodo, caratterizzato come noto dal susseguirsi della crisi globale del 2008-09 e di quella del debito sovrano del 2011. L'analisi evidenzia come le difficoltà del comparto siano state piuttosto generalizzate e diffuse tra le imprese della filiera, con qualche differenza a livello territoriale. Il drastico ridimensionamento dei ricavi e il crescente accumulo di immobili invenduti hanno accresciuto la vulnerabilità delle imprese: la rischiosità del credito concesso al comparto ha raggiunto livelli storicamente elevati e superiori a quelli della media del sistema produttivo nonostante il progressivo irrigidimento dei criteri di offerta da parte degli intermediari. In linea con quanto emerge per le imprese nel loro complesso (Bonaccorsi di Patti *et al.* (2014)), tra i fattori che maggiormente hanno pesato nel determinare situazioni di difficoltà di rimborso vi è stato l'elevato indebitamento nel quale le aziende si sono trovate all'alba della recessione. La probabilità di insolvenza è risultata anche significativamente correlata con la dimensione delle aziende: per le grandi imprese potrebbe essere stato più difficile coprire i costi fissi più elevati e adattare la propria struttura produttiva a un contesto di mercato fortemente ridimensionato sia nel comparto delle opere pubbliche sia in quello delle nuove costruzioni residenziali.

La struttura del lavoro è la seguente. Nel secondo paragrafo si descrive l'evoluzione del settore delle costruzioni e del mercato immobiliare nell'ultima fase ciclica. Nella terza sezione si identificano le imprese della filiera immobiliare, si descrivono i cambiamenti intercorsi nell'ultimo decennio in base ai dati censuari e si analizza l'evoluzione della situazione economica e finanziaria delle aziende tra il 2007 e il 2012<sup>9</sup>. Il quarto paragrafo prende in esame l'andamento e le caratteristiche dei prestiti alle imprese del comparto, con particolare enfasi sull'evoluzione della qualità e della rischiosità. Nella quinta sezione l'analisi si concentra sull'e-

---

<sup>5</sup> Il confronto con la Francia e la Germania fa riferimento alla quota di valore aggiunto imputabile ai comparti delle costruzioni, dei servizi immobiliari e dell'indotto delle costruzioni (industria estrattiva, lavorazione di minerali non metalliferi, attività degli studi di architettura e d'ingegneria) nel 2010 ed è contenuto in Giordano (2013). Per quanto riguarda l'Italia, secondo i nuovi conti nazionali Sec2010, tra il 2010 e il 2012 la quota del comparto è passata dal 21,3 al 21,7 per cento del valore aggiunto ai prezzi base a valori correnti.

<sup>6</sup> Per un'analisi del credito al settore delle famiglie, cfr., ad esempio, Felici, Manzoli e Pico (2012) e Nobili e Zollino (2012).

<sup>7</sup> Dal calcolo sono esclusi i prestiti a imprese che acquistano immobili per fini industriali e commerciali o che offrono gli immobili di proprietà come garanzia di altri finanziamenti (al riguardo cfr. Gobbi e Zollino (2013)).

<sup>8</sup> Cfr. Gobbi e Zollino (2013).

<sup>9</sup> Alla data di chiusura di questo lavoro (dicembre 2014) i bilanci relativi al 2013 disponibili negli archivi di Cerved Group risultavano ancora parziali e incompleti.

eterogeneità dell'andamento del credito per caratteristiche d'impresa e sull'individuazione degli indicatori di bilancio che ex ante avrebbero consentito al sistema finanziario di discriminare tra prenditori solvibili e quelli che, invece, hanno incontrato difficoltà nel corso della crisi. Il sesto paragrafo conclude.

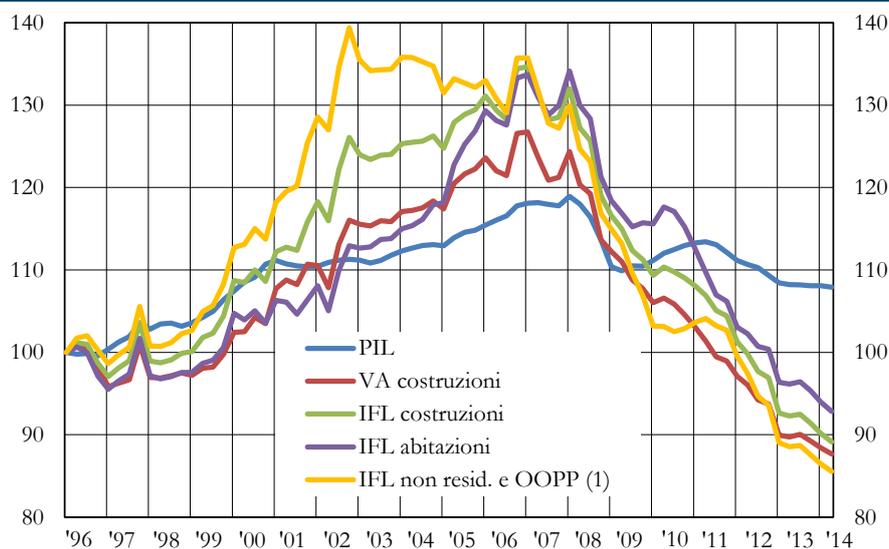
## 2. Il settore delle costruzioni e il mercato immobiliare

### 2.1 Valore aggiunto e investimenti in costruzioni

Dopo la lunga fase di espansione avviata alla fine degli anni novanta<sup>10</sup>, dalla fine del 2006 l'attività nel comparto delle costruzioni in Italia ha iniziato a ridursi. Il calo del prodotto si è intensificato con la crisi economica globale del 2008-09 ed è proseguito senza soluzione di continuità fino a oggi (fig. 1).

**Figura 1**

**PIL complessivo, valore aggiunto e investimenti fissi lordi (IFL) delle costruzioni**  
(indici 1° trimestre 1996=100)



Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Conti nazionali trimestrali* (edizione ottobre 2014). Valori concatenati, anno di riferimento 2010. Dati destagionalizzati. La somma degli IFL in fabbricati non residenziali e altre opere e quelli in abitazioni dà come risultato gli IFL in costruzioni.  
(1) Investimenti in fabbricati non residenziali e altre opere.

Tra il picco ciclico del quarto trimestre del 2006 e la fine del 2013 la perdita cumulata di valore aggiunto nel comparto è stata del 29,5 per cento, contribuendo per oltre un punto e

<sup>10</sup> Tra il primo trimestre del 1998 e il quarto del 2006 il valore aggiunto delle costruzioni è cresciuto del 30,5 per cento, secondo i dati destagionalizzati di fonte Istat (edizione di ottobre 2014). L'analisi dei dati trimestrali del valore aggiunto viene effettuata sul solo settore delle costruzioni e non sulla filiera immobiliare nel suo complesso in quanto il valore aggiunto del comparto delle attività immobiliari (l'altra rilevante componente della filiera) comprende il valore imputato contabilmente ai servizi abitativi estratti dalla casa di proprietà, la cui dinamica congiunturale è poco significativa. Cfr. al riguardo anche la nota alla fig. a1 nell'*Appendice statistica*.

mezzo al calo complessivo del PIL (-8,2 per cento)<sup>11</sup>. Alla fine del 2013 il valore aggiunto risultava inferiore di quasi 8 punti percentuali rispetto al livello del precedente minimo ciclico (all'inizio del 1998) e il suo peso sul PIL complessivo era sceso sotto il 5 per cento, il valore più contenuto dagli anni novanta.

Gli investimenti in costruzioni hanno registrato una dinamica simile (fig. 1). All'intensificarsi del calo nel comparto dei fabbricati non residenziali e altre opere, iniziato nel 2003, si è associata dal 2007 la caduta degli investimenti in abitazioni. Questi ultimi, favoriti anche da condizioni di accesso al credito particolarmente favorevoli, erano cresciuti in misura significativa tra la fine degli anni novanta e la fine del 2006, grazie al positivo andamento della domanda di immobili e all'impulso alle attività di manutenzione straordinaria e di riqualificazione derivante dagli incentivi fiscali introdotti alla fine del decennio. Nel 2013, dopo sette anni di calo pressoché ininterrotto, la spesa in fabbricati residenziali risultava inferiore di oltre un quarto rispetto al picco ciclico del 2006 ed era scesa al di sotto di quella osservata nella seconda metà degli anni novanta, per effetto soprattutto del forte calo del numero di nuove abitazioni<sup>12</sup>.

## 2.2 La domanda e i prezzi sul mercato immobiliare

L'attività del settore delle costruzioni ha riflesso la dinamica del mercato immobiliare. Gli acquisti di abitazioni, aumentati di quasi il 75 per cento nella fase espansiva del mercato, a partire dal 2007 hanno cominciato a contrarsi e nel 2013 erano più che dimezzati rispetto al 2006 e inferiori di quasi un quinto rispetto a quelli dell'inizio della fase espansiva (fig. 2a)<sup>13</sup>.

**Figura 2**

---

### Compravendite e prezzi degli immobili (migliaia di unità e indici)

---

(a) Compravendite (1)

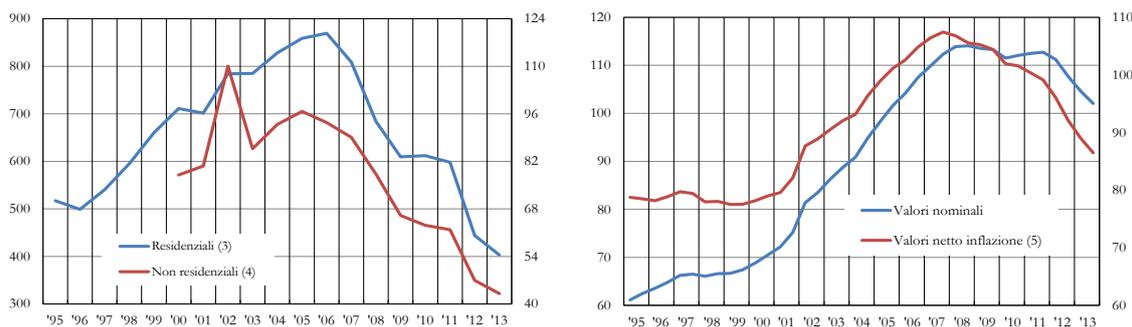
(b) Prezzi delle abitazioni (2)

---

<sup>11</sup> Il calo è proseguito anche nel periodo successivo: tra la fine del 2013 e il secondo trimestre del 2014 infatti, a fronte di una riduzione del PIL dello 0,2 per cento, il valore aggiunto delle costruzioni è diminuito dell'1,8 per cento.

<sup>12</sup> Secondo le stime del Cresme, tra il 1999 e il 2007 il numero di nuove abitazioni immesse sul mercato ogni anno è quasi raddoppiato. È quindi seguita un'inversione di tendenza che nell'arco dei sei anni successivi ha portato il numero di abitazioni immesse ai livelli più bassi di tutto il periodo considerato.

<sup>13</sup> Anche le compravendite di unità destinate ad attività economiche si sono ridotte in misura rilevante a partire dal 2006, in anticipo rispetto a quelle di abitazioni, e alla fine del 2013 il calo cumulato risultava superiore al 55 per cento (fig. 2a).



Fonte: elaborazioni su dati dell'Osservatorio sul mercato immobiliare (OMI) dell'Agenzia delle entrate, del Ministero dell'Interno, de *Il Consulente Immobiliare* e Istat. Cfr. *l'Appendice metodologica*.

(1) Migliaia di unità. – (2) Indici 2005=100. – (3) Scala di sinistra. – (4) Scala di destra. La serie storica delle compravendite di immobili destinati ad attività economiche è stata ricostruita a partire dal 2000, in base a elaborazioni su dati dell'OMI relativi alle transazioni di immobili commerciali, terziari e produttivi. Il picco registrato tra il 2001 e il 2002 può essere ricondotto all'effetto anticipatorio sugli investimenti strumentali delle imprese determinato dalla cosiddetta Tremonti-bis, in vigore fino al 31.12.2002. – (5) Valori deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività.

Come evidenziato in Nobili e Zollino (2012), l'inversione del ciclo immobiliare si è riflessa con ritardo sulla dinamica delle quotazioni residenziali nominali. Dopo essere aumentati di oltre il 60 per cento tra la fine del 1998 e la fine del 2006, i prezzi hanno continuato a crescere ancora fino al primo semestre del 2008 e hanno sostanzialmente ristagnato fino a tutto il 2011 (fig. 2b). Solo a partire dal 2012 hanno iniziato a calare in misura rilevante e nell'arco di un biennio hanno accumulato una riduzione del 9,5 per cento. La correzione è stata più prolungata e pronunciata in termini reali: al netto dell'inflazione al consumo, i prezzi hanno iniziato a ridursi dal primo semestre del 2008 e alla fine del 2013 risultavano inferiori di circa un quinto rispetto alla fine del 2007<sup>14</sup>.

L'aumento della domanda di abitazioni e degli investimenti residenziali nella prima parte dello scorso decennio ha riflesso anche il nuovo forte incremento della domanda abitativa primaria (cfr. anche Ance-Cresme (2012)), riconducibile alla crescita sia della popolazione residente (aumentata del 4,3 per cento tra il 2001 e il 2011, in base ai dati censuari; tav. a2)<sup>15</sup> sia soprattutto del numero di famiglie<sup>16</sup> (12,8 per cento), che ha superato quella delle abitazioni<sup>17</sup>

<sup>14</sup> Anche i prezzi degli immobili non residenziali, secondo le stime contenute in Zollino (2013), dopo essere cresciuti in misura rilevante tra il primo semestre del 1999 e la prima metà del 2008, hanno mostrato una lieve diminuzione nel primo biennio della crisi finanziaria e, dopo un temporaneo ristagno, hanno ripreso a calare dalla seconda metà del 2011, accumulando sino alla fine del 2012 una flessione di quasi il 6 per cento. Valutati al netto della variazione dei prezzi alla produzione, i prezzi degli immobili non residenziali hanno accumulato una riduzione del 14,2 per cento tra gli inizi del 2009 e la fine del 2012.

<sup>15</sup> A differenza del passato, il nuovo boom demografico è stato alimentato da un eccezionale incremento dei flussi migratori dall'estero, che hanno rappresentato quasi il 90 per cento della crescita totale. L'incidenza degli stranieri sulla popolazione complessiva ha quindi registrato un sensibile incremento, passando dal 2 all'8 per cento circa e toccando valori ben più consistenti nelle aree più attrattive del Paese (10,3 per cento nel Nord Est, 9,9 nel Nord Ovest e 9,6 al Centro; cfr. Ance-Cresme (2012)).

<sup>16</sup> Secondo Ance-Cresme (2012), su tale dinamica ha influito anche l'evoluzione della struttura per età della popolazione: i nati nel periodo del boom demografico degli anni sessanta, infatti, tra la seconda metà degli anni novanta e i primi anni duemila sono giunti nella fascia di età dei 25/39 anni, quella in cui si concentra normalmente la fuoriuscita dalla famiglia di origine e la creazione di una famiglia propria.

<sup>17</sup> Il dato riportato fa riferimento alle abitazioni occupate da residenti. Come riportato in Nobili e Zollino (2012), in Italia il numero di abitazioni disponibili per famiglia ha iniziato a diminuire dalla metà degli anni novanta, per poi stabilizzarsi negli anni più recenti. In termini pro capite, invece, il numero di unità abitative, sostanzialmente stabile nei primi anni duemila, ha ripreso a crescere sino alla fine del decennio. Secondo nostre elaborazioni sui dati censuari, il rapporto tra abitazioni occupate da residenti e famiglie si è ridotto lievemente tra il 2001 e il 2011

(11,5 per cento, secondo i dati definitivi del Censimento 2011). Il drastico calo del mercato dopo il 2006 ha portato all'accumulo di uno stock di abitazioni invendute molto elevato<sup>18</sup>. In assenza di informazioni ufficiali, Gobbi e Zollino (2013) stimano che nel 2012 le abitazioni invendute fossero circa 500 mila unità, valore ben superiore all'equivalente di un anno di produzione<sup>19</sup>.

### 3. Struttura produttiva e situazione economica e finanziaria della filiera

#### 3.1 La struttura della filiera

Il comparto immobiliare comprende una molteplicità di operatori: oltre alle imprese attive nella costruzione di immobili, esso include anche quelle di gestione e intermediazione immobiliare, nonché le aziende industriali e del terziario che forniscono input produttivi e servizi. Per l'analisi della struttura e della situazione economica e finanziaria del settore nel suo complesso si è quindi cercato, in questo lavoro, di individuare in modo puntuale le imprese della filiera immobiliare, considerando anche le aziende che operano in alcuni settori del manifatturiero e dei servizi strettamente connessi a quello edile e immobiliare (per i dettagli cfr. l'*Appendice metodologica*). Seguendo tale ricostruzione, basata sulle tavole input-output dell'Istat, la filiera è stata suddivisa secondo i codici di attività prevalente in 3 comparti: le imprese di costruzioni (operanti sia nel comparto della costruzione di edifici residenziali e non residenziali sia in quello delle opere pubbliche – OOPP nel seguito<sup>20</sup>), le società dei servizi immobiliari e le aziende che abbiamo definito “indotto”, inteso come l'insieme dei settori dell'industria e del terziario (esclusi i servizi immobiliari, che vengono appunto considerati a sé stanti) che forniscono fattori di produzione e servizi al comparto delle costruzioni. Graficamente, la filiera può essere così rappresentata:

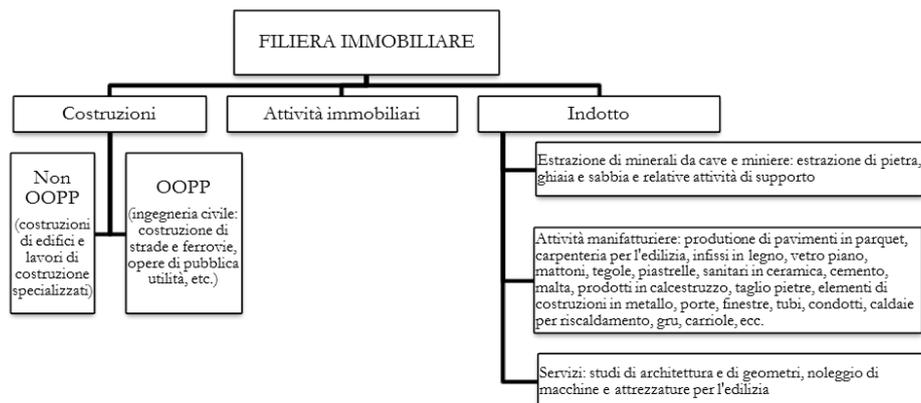
---

(da 0,99 a 0,98), in misura sostanzialmente analoga nelle diverse aree territoriali. Se si considerano i dati ancora provvisori relativi alle abitazioni totali (comprese quelle occupate da non residenti o non occupate), il calo risulterebbe più intenso in tutte le ripartizioni, a esclusione del Nord Est (tav. a2). I dati provvisori del Censimento delle abitazioni del 2011 hanno, tuttavia, sollevato diverse perplessità: in particolare, l'incremento del numero di abitazioni complessive tra il 2001 e il 2011 risulterebbe notevolmente sottostimato (cfr. al riguardo Cresme (2013)).

<sup>18</sup> Possono avervi influito, dopo lo scoppio della crisi economico-finanziaria del 2008-09, le difficoltà di accesso al credito delle famiglie con redditi più bassi, dei giovani e degli immigrati (cfr. Magri, Pico (2012) e Vacca et al. (2013)).

<sup>19</sup> Per lo stesso anno il Cresme ha stimato che le abitazioni invendute fossero a livello nazionale circa 400 mila, mentre secondo Nomisma il valore sarebbe più elevato e pari a quasi 700 mila (cfr. Edilizia e territorio, Il Sole 24 Ore del 14 settembre 2013). Secondo Ance (2012), il problema dell'invenduto in Italia non sarebbe un fenomeno generalizzato, ma caratterizzerebbe singole e ben definite realtà locali (non specificate nell'analisi effettuata).

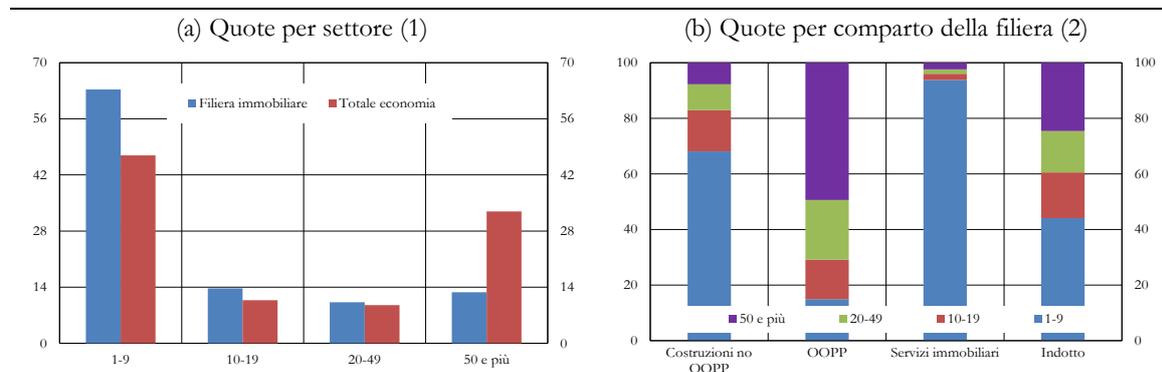
<sup>20</sup> Con riferimento alle imprese delle costruzioni nel loro complesso, occorre sottolineare come la suddivisione tra costruzione di edifici (compresi i lavori di costruzione specializzati) e opere pubbliche (termine con il quale si identifica il comparto dell'ingegneria civile nella definizione dell'Istat) sia effettuata, secondo la classificazione Ateco, in base all'attività prevalente. Di conseguenza, anche le imprese che “prevalentemente” costruiscono edifici possono operare nel comparto delle opere pubbliche e viceversa. Ad esempio, in base ai dati della Rilevazione annuale delle imprese delle costruzioni della Banca d'Italia (cfr. Banca d'Italia (2013d)), nel 2012 la quota di imprese che operava nel comparto delle opere pubbliche era pari al 79,0 per cento, mentre la quota di produzione realizzata in tale settore era pari al 51,2 per cento del totale (81,8 e 45,7 per cento, rispettivamente, nel 2006; cfr. Banca d'Italia (2007)).



Secondo i dati dell'ultimo Censimento dell'industria e dei servizi, nel 2011 le imprese della filiera erano poco più di un milione. Le società di capitali erano relativamente diffuse (circa un terzo del totale, contro il 19,2 per cento della media dell'economia), ma a causa della ridotta dimensione occupavano solo il 44,7 per cento degli addetti (il 56,6 nell'economia nel suo complesso). Il 63,3 per cento degli addetti era impiegato in imprese con meno di dieci dipendenti e solo il 12,7 lavorava in aziende con almeno 50 dipendenti (46,9 e 32,9 per cento, rispettivamente, per il totale dell'economia; fig. 3a e tav. a3); le prime erano relativamente più diffuse nei servizi immobiliari (oltre il 90 per cento degli addetti nel 2011; fig. 3b) e in alcune categorie delle costruzioni (come, ad esempio, l'installazione di impianti e finitura).

**Figura 3**

**Addetti alla filiera immobiliare per classe dimensionale nel 2011**  
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat, 9° Censimento generale dell'industria e dei servizi 2011.

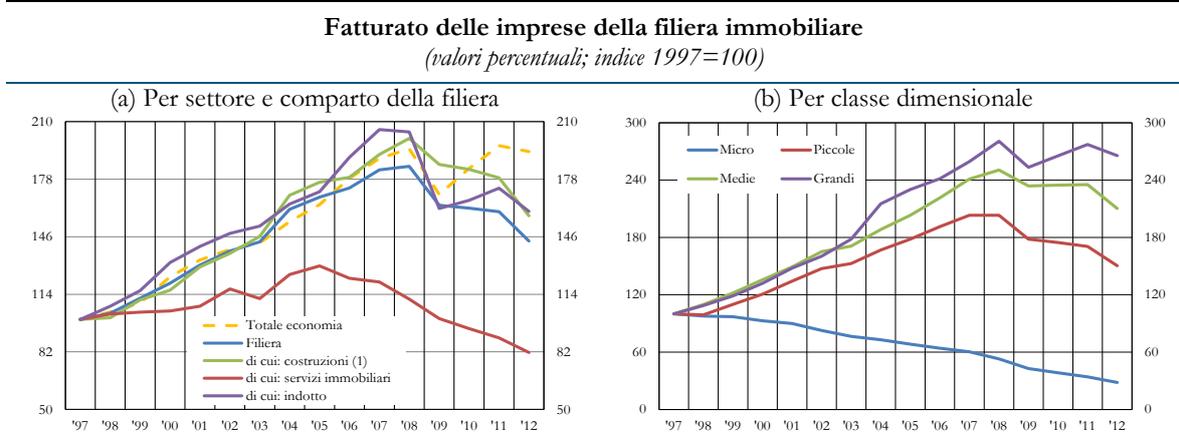
(1) Quote percentuali sul totale degli addetti alle imprese della filiera immobiliare e dell'economia nel suo complesso, rispettivamente. – (2) Quote percentuali sul totale degli addetti alle imprese della filiera per comparto.

Gli occupati nelle imprese della filiera erano circa 2,5 milioni, il 15,5 per cento del totale degli addetti alle imprese, di cui il 9,8 per cento appartenenti alle costruzioni, l'1,7 alle attività immobiliari e il 4,0 all'indotto (tav. a4)<sup>21</sup>.

### 3.2 Fatturato, redditività e indebitamento delle imprese della filiera

L'analisi sulla situazione economica e finanziaria delle imprese è stata condotta utilizzando le informazioni su un campione aperto<sup>22</sup> di società di capitali presenti negli archivi Cerved Group tra il 1997 e il 2012. Rispetto al complesso delle società di capitali operanti nel comparto rilevate nel Censimento del 2011, le circa 227 mila aziende di cui erano disponibili i bilanci rappresentano oltre il 66 per cento dell'universo.

Figura 4



Fonte: elaborazioni su dati Cerved Group. Per le metodologie di calcolo dell'andamento del fatturato e altre definizioni cfr. l'Appendice metodologica.  
(1) Comprende le aziende del comparto delle OOPP.

Nella fase espansiva del ciclo immobiliare (tra il 1997 e il 2007) i ricavi delle imprese della filiera hanno cumulato una crescita dell'82 per cento circa (contro l'89 per cento del complesso dell'economia; fig. 4a; tav. a5). Nel quinquennio successivo il fatturato è calato di oltre il 21 cento, andamento nettamente peggiore dell'economia nel suo complesso (dove i ricavi sono cresciuti del 2 per cento a valori correnti), anche a causa della bassa propensione all'export di gran parte del comparto<sup>23</sup>.

<sup>21</sup> Secondo nostre stime necessariamente approssimative (data la difficoltà di ricostruzione intercensuaria della filiera e, in particolare, dell'aggregato dell'indotto), il peso del comparto sul totale dell'economia è rimasto sostanzialmente stabile rispetto al 2001, con una modesta ricomposizione (pari a circa 0,3 punti percentuali) dall'indotto a vantaggio dei servizi immobiliari. La sostanziale stabilità della quota di addetti riflette tuttavia un aumento rilevante tra l'inizio del decennio e il picco del 2007, pari a circa 2 punti percentuali (corrispondenti a 500 mila lavoratori), e un calo di analoga entità nel periodo successivo. In base alle valutazioni del Cresme e dell'Ance, il calo degli occupati del settore delle costruzioni si sarebbe intensificato dopo il 2011.

<sup>22</sup> La scelta di un campione aperto è giustificata anche dal fatto che nel settore immobiliare è molto diffusa la pratica di creare società di scopo per la realizzazione di singole iniziative immobiliari. Tali società hanno, per definizione, durata limitata nel tempo e verrebbero quindi escluse se il campione fosse chiuso.

<sup>23</sup> Vi fanno eccezione, oltre a poche grandi imprese delle costruzioni a elevata propensione all'internazionalizzazione (cfr. Benvenuti e Casolaro (2014)), alcuni comparti dell'indotto, in particolare quello del vetro, ceramica e materiali non metallici per l'edilizia nel quale nel 2013 l'Italia, secondo i dati riportati nel rapporto ICE (2014),

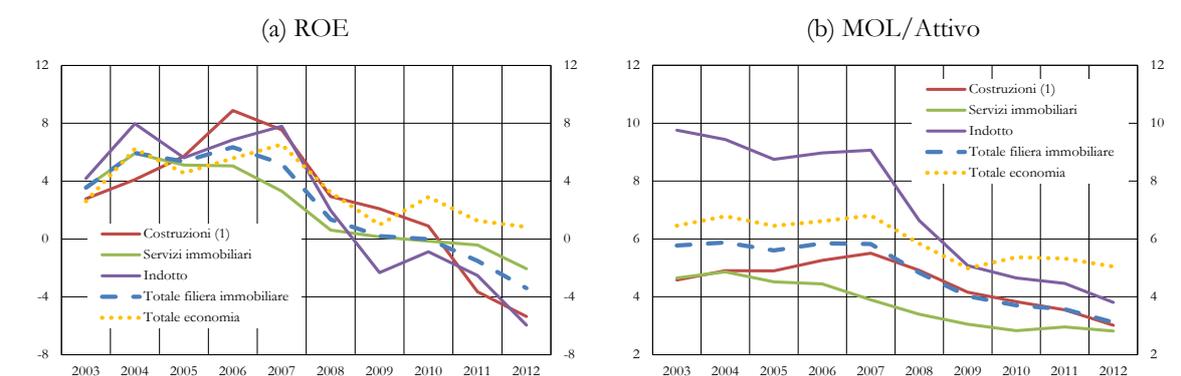
Tra i comparti della filiera, la dinamica dei ricavi è risultata peggiore per le imprese dei servizi immobiliari, mentre a livello dimensionale le aziende più piccole (micro-imprese nel seguito; cfr. l'*Appendice metodologica* per la definizione qui utilizzata) anche nella fase espansiva del ciclo hanno cumulato una diminuzione del fatturato di quasi il 40 per cento (a fronte del raddoppio per quelle più strutturate; fig. 4b) e in quella recessiva hanno registrato un calo del 53 per cento (contro un incremento di poco più del 2 per cento delle grandi)<sup>24</sup>.

Anche la redditività misurata dal ROE, a fronte di un incremento significativo tra il 2003 e il 2007<sup>25</sup>, ha mostrato nella fase recessiva un calo rilevante, scendendo al di sotto della media dell'economia e divenendo negativa nell'ultimo biennio (fig. 5a; tav. a6). La riduzione ha riguardato tutti i comparti della filiera, ma è stata più pronunciata per le imprese delle costruzioni in generale e per l'indotto rispetto a quelle dei servizi immobiliari. In tale fase si sono ridotti i differenziali per classi dimensionali e nel biennio 2011-12 il ROE delle imprese piccole e micro superava quello delle aziende grandi (tav. a8).

La diminuzione del ROE è riconducibile principalmente alla contrazione della redditività operativa (strutturalmente più bassa rispetto alla media del sistema delle imprese, a eccezione dell'indotto, soprattutto per il livello più elevato dell'attivo di bilancio legato alle immobilizzazioni materiali; fig. 5b) connessa con il calo del volume di affari, a fronte di un livello di indebitamento che è rimasto elevato.

**Figura 5**

**Indici di redditività delle imprese della filiera immobiliare per comparto**  
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Cerved Group. Valori medi ponderati. Cfr. l'*Appendice metodologica*.

(1) Comprende le aziende del comparto delle OOPP.

In un settore strutturalmente caratterizzato dall'elevato apporto di capitali di terzi (superiore non solo alla media degli altri settori, ma anche nel confronto internazionale; cfr., ad esempio, De Socio (2010)), tra il 2003 e il 2007 il *leverage* è aumentato in misura nel complesso contenuta (dal 62,2 per cento del 2003 al 62,7 del 2007; dal 53,1 al 55,2 per cento, rispettivamente, nella media dell'economia). La dinamica negativa dei prestiti alla filiera negli anni della

deteneva una quota di mercato mondiale pari al 6,4 per cento, terzo esportatore nella graduatoria internazionale dopo Cina (24,5 per cento) e Germania (11,3 per cento).

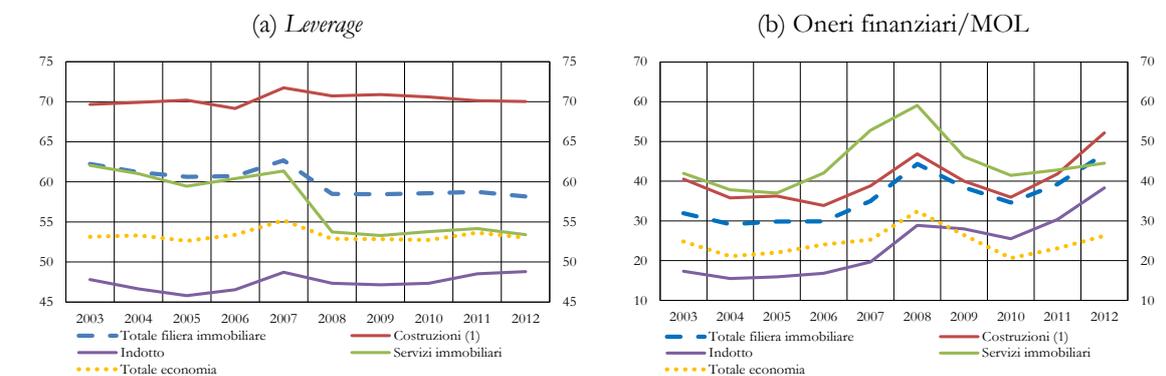
<sup>24</sup> Nella fase recessiva anche le altre categorie di impresa hanno registrato cali del fatturato, ma comunque inversamente proporzionali alla dimensione.

<sup>25</sup> L'analisi degli indicatori di redditività e di struttura finanziaria parte dal 2003 per motivi legati alla revisione degli archivi Cerved che ha interessato in particolare i debiti finanziari.

crisi ha portato a una flessione dell'indicatore<sup>26</sup> (al 58,2 per cento nel 2012; fig. 6a), che rimaneva tuttavia ancora superiore alla media del sistema di circa 5 punti percentuali e particolarmente elevato per le imprese di minori dimensioni<sup>27</sup>.

Figura 6

**Situazione finanziaria delle imprese della filiera immobiliare per comparto**  
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Cerved Group. Valori medi ponderati. Cfr. l'Appendice metodologica.  
(1) Comprende le aziende del comparto delle OOPP.

La quota di MOL erosa dagli oneri finanziari, salita dal 32,0 per cento del 2003 al 44,4 del 2008, ha registrato un calo tra il 2008 e il 2010 per poi tornare ad aumentare nel successivo biennio (al 46,9 per cento nel 2012, valore quasi doppio rispetto alla media del sistema; fig. 6b) per l'aumento del costo del finanziamento e la contrazione dei ricavi<sup>28</sup>. Nel 2012 per il 34,5 per cento delle imprese gli oneri finanziari incidono per oltre la metà del margine operativo lordo (tav. a11) e per un quarto delle aziende della filiera erodevano l'intero MOL.

### 3.3 Le rimanenze di immobili del settore delle costruzioni

Un fattore che ha influito in misura rilevante sulla situazione economica e finanziaria delle imprese del settore e oggetto di numerose analisi da parte delle associazioni di categoria in questi ultimi anni (cfr. ANCE (2012)) riguarda l'accumulo di fabbricati invenduti, sul quale fino all'autunno del 2013 le aziende erano anche soggette a tassazione sugli immobili<sup>29</sup>. Il de-

<sup>26</sup> Alla riduzione del *leverage* ha peraltro contribuito in misura significativa l'aumento del patrimonio netto di bilancio del 2008 dovuto alle rivalutazioni degli immobili concesse dalla Legge n. 2 del 28 gennaio 2009 (cfr. l'Appendice metodologica). Anche per questo motivo, il processo di *deleveraging* è risultato particolarmente accentuato per le imprese immobiliari (-8 punti percentuali tra il 2007 e il 2012), mentre è risultato più modesto per quelle delle costruzioni (-2 punti); l'indicatore è rimasto invariato per le imprese dell'indotto.

<sup>27</sup> Nel 2012 il *leverage* delle imprese micro e piccole risultava superiore di circa 10 punti percentuali rispetto a quello delle grandi (tav. a8)

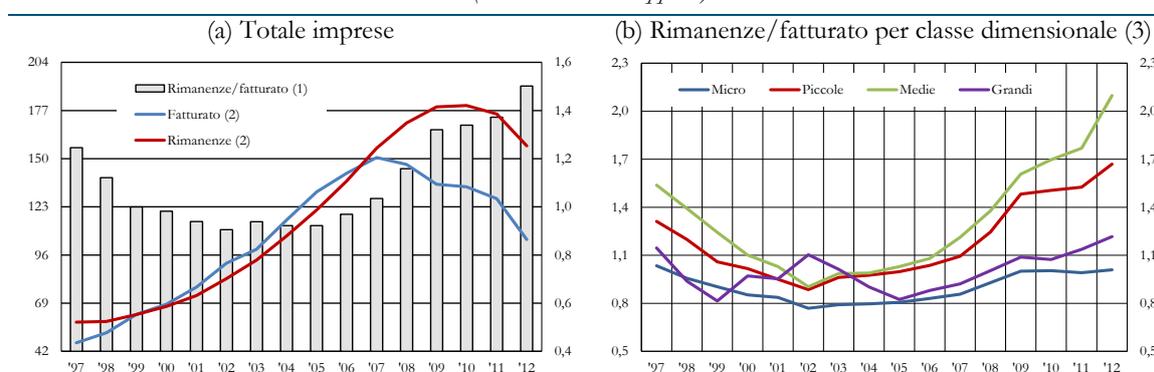
<sup>28</sup> L'aumento dell'incidenza degli oneri finanziari sul MOL è stato più consistente per le imprese delle costruzioni (di 16 punti percentuali tra il 2007 e il 2012, al 57,5 per cento) e per quelle dell'indotto (di 19 punti, al 38,3 per cento). L'indice è strutturalmente più elevato per le società dei servizi immobiliari a causa del basso livello del MOL rispetto alle imprese degli altri settori (per il calcolo di questo indicatore cfr. l'Appendice metodologica).

<sup>29</sup> L'ANCE ha evidenziato più volte che l'IMU su c.d. "magazzino delle imprese edili" rappresentava l'unica forma di tassazione sull'invenduto tra i settori industriali. Con il decreto legge 102/2013 convertito nella Legge n. 124 del 28 ottobre 2013 tale imposizione è stata eliminata, riconoscendo il principio che gli immobili completati e non ancora venduti sono un "bene merce" come quello di qualsiasi altra impresa (cfr. CRESME (2013)).

terioramento dei bilanci determinato dall'inventuto può essere sintetizzato, per le sole imprese di costruzioni e immobiliari<sup>30</sup>, dal rapporto tra rimanenze di immobili e fabbricati in costruzione e ricavi netti. Dalla fine degli anni novanta fino al 2006 la crescita delle rimanenze è stata lievemente inferiore a quella dei ricavi: la fase espansiva del mercato immobiliare generava aspettative positive per il settore, alimentando l'avvio di nuove iniziative immobiliari. Dal 2006 la situazione è cambiata: a fronte di una decelerazione e poi del calo dei ricavi, le rimanenze (anche per la natura pluriennale del ciclo produttivo) hanno continuato a crescere a ritmi sostenuti, per arrestarsi soltanto nel 2010, con circa un biennio di ritardo rispetto al fatturato (fig. 7a). Il decumulo, iniziato nel 2011, ha accelerato nel 2012, ma la contestuale caduta del fatturato ha determinato un ulteriore aumento dell'indicatore.

**Figura 7**

**Fatturato e rimanenze delle imprese di costruzioni non opere pubbliche e immobiliari**  
(milioni di euro e rapporti)



Fonte: elaborazioni su dati Cerved. Valori medi ponderati. Cfr. l'Appendice metodologica.  
(1) Rapporto; scala di destra. – (2) Milioni di euro; scala di sinistra. – (3) Rapporti.

L'indice di inventuto ha avuto un andamento simile per tutte le dimensioni di impresa, seppure con intensità differenti: in particolare le microimprese, che lavorano in larga misura per conto terzi e che per definizione hanno livelli contenuti dell'attivo (non superiore ai 2 milioni di euro), hanno mantenuto un livello di rimanenze poco discosto da quello del fatturato (fig. 7b). Anche le grandi aziende hanno limitato l'accumulo di rimanenze nella fase recessiva, sia verosimilmente per le più elevate capacità di pianificazione dell'attività sia per la probabile

Secondo la legge di stabilità 2014 (Legge 147/2013), tuttavia, il tributo sui servizi comunali indivisibili si applica anche all'inventuto delle imprese edili, reintroducendo una forma di tassazione di tali beni.

<sup>30</sup> Nell'ambito della filiera, le imprese per le quali ha senso valutare l'impatto economico dello stock di beni immobili inventuti sono le società delle costruzioni e quelle immobiliari. L'analisi è stata effettuata aggregando le due tipologie di impresa perché nella pratica del settore è consuetudine che, anche per motivi fiscali, facciano capo al medesimo gruppo più società di entrambe le categorie. È quindi frequente che l'impresa di costruzioni detenga la proprietà dell'immobiliare, che a sua volta è la committente dei lavori e paga l'impresa di costruzioni. Tale peculiarità rende, peraltro, problematico l'utilizzo di tale indicatore nelle analisi micro (ovvero a livello di singola impresa, come quella contenuta nel paragrafo 5.2 di questo lavoro). Il valore di bilancio delle rimanenze in immobili delle società di servizi immobiliari (così come quello delle imprese di costruzioni che effettuano a nome proprio l'investimento immobiliare) è valutato al costo e corrisponde a quanto è stato fatturato all'impresa di costruzioni.

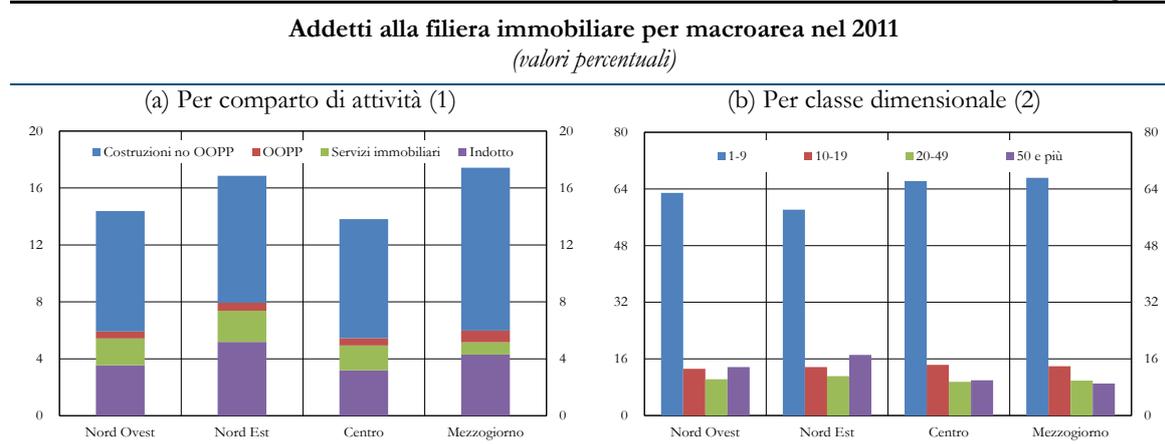
maggior diversificazione produttiva, in particolare nel comparto delle opere pubbliche. La crescita maggiore dell'indice ha quindi interessato le imprese piccole e medie<sup>31</sup>.

### 3.4 La filiera immobiliare a livello territoriale

La filiera immobiliare nel 2011 (ultimo anno disponibile con il dettaglio a livello territoriale) risultava relativamente omogenea a livello territoriale, almeno in termini di incidenza sul PIL. Secondo nostre elaborazioni su dati Istat (cfr. l'*Appendice metodologica*), tale peso era compreso tra il 20,4 per cento del Nord Ovest e il 22,4 del Centro (fig. a1).

La struttura della filiera è invece abbastanza diversificata a livello territoriale. In base ai dati censuari, nel 2011 il Mezzogiorno si caratterizzava per una maggiore rilevanza del comparto delle costruzioni (le cui imprese occupavano il 12,3 per cento degli addetti complessivi, contro il 9,7 della media nazionale) e uno scarso peso delle attività immobiliari, relativamente più diffuse al Nord (fig. 8a), mentre nel Nord Est l'indotto aveva un peso superiore alla media, grazie soprattutto alla specializzazione nella produzione di piastrelle e nella carpenteria per l'edilizia.

Figura 8



Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Censimento generale dell'industria e dei servizi* 2011.

(1) Quote percentuali sul totale degli addetti alle imprese di tutti i settori economici. – (2) Quote percentuali sul totale degli addetti alle imprese della filiera immobiliare.

Le dinamiche cicliche del settore delle costruzioni sono state più accentuate nel Nord Est, in particolare nella fase espansiva, mentre il calo durante la crisi è stato rilevante, ma ha interessato con intensità simile anche altre aree del paese (tav. a1).

Anche i ricavi delle imprese della filiera hanno avuto una dinamica diversificata a livello territoriale, riflettendo in parte le debolezze strutturali di alcune aree del paese, in parte la di-

<sup>31</sup> Un riscontro degli effetti dell'inventuto sulla situazione economica e finanziaria delle imprese si ottiene dal confronto con gli indicatori di rischiosità elaborati da Cerved Group, dal quale si rileva che a livelli elevati di inventuto sono generalmente associati maggiori livelli di rischiosità. Infatti, le società classificate come solvibili in base ai dati di bilancio 2012 (cfr. l'*Appendice metodologica*) hanno presentato una crescita modesta dell'indice di inventuto nel periodo della crisi (da 0,5 del biennio 2006-07 a 0,6 del 2012; fig. a2); quelle che hanno ricevuto un giudizio di anomalia nel 2012 avevano registrato un significativo incremento dell'indicatore nello stesso periodo (da 0,9 a 1,4).

versa composizione per comparti. In particolare, tra il 1997 e il 2007 la crescita dei ricavi delle imprese della filiera è stata particolarmente intensa nel Nord Est (88 per cento) e molto più contenuta nel Mezzogiorno (66 per cento); nel quinquennio di recessione il calo dei ricavi è stato generalizzato e compreso tra il -17 per cento del Nord Est e il -25 del Nord Ovest (tav. a5).

In termini di indicatori di redditività e di solidità/fragilità finanziaria, le differenze territoriali tra le aree del paese si sono lievemente ridotte nel quinquennio di crisi. Se nel 2007 il ROE era compreso tra il 5,7 per cento del Nord Ovest e il 3,7 del Mezzogiorno, nel 2012 l'intervallo era tra il -4,3 per cento del Nord Est e il -2,7 del Nord Ovest (tav. a7). Ciò riflette una convergenza della redditività operativa: il rapporto tra MOL e attivo, che nel 2007 era compreso tra il 6,3 per cento del Nord Ovest e il 5,1 del Centro, nel 2012 variava tra il 3,4 per cento del Mezzogiorno e il 2,9 del Centro e del Nord Est. In termini di struttura finanziaria la *leverage* (che nel Nord Est risulta strutturalmente più basso della media della filiera a livello nazionale per il maggior peso dell'indotto) si è ridotto in tutte le aree del paese, ma in misura meno pronunciata al Centro.

Tra il 2007 e il 2012 l'indicatore di invenduto è cresciuto nelle regioni del Nord Ovest più della media nazionale, anche per la presenza di importanti società dei servizi immobiliari con operatività estesa all'intero territorio italiano.

#### **4. Il finanziamento bancario delle imprese del comparto immobiliare**

##### **4.1 I prestiti al settore immobiliare: evoluzione e caratteristiche**

La struttura finanziaria delle imprese italiane mostra nel confronto internazionale una forte prevalenza di debiti da banche e società finanziarie e un modesto ricorso al mercato azionario e obbligazionario. Tale caratteristica ha costituito un elemento di vulnerabilità del sistema produttivo dalla fine del 2008, quando le difficoltà di raccolta e l'aumento del rischio di credito si sono riflessi in una maggiore selettività delle banche che ha contribuito al calo dei prestiti<sup>32</sup>. In generale, in questa direzione hanno agito ulteriori elementi di debolezza associati al grado elevato di frammentazione delle relazioni banca-impresa e alla presenza di una elevata quota di debito a breve termine<sup>33</sup>.

A fronte di un contributo della filiera immobiliare al PIL pari a poco più di un quinto, la quota di finanziamenti al settore produttivo concessi da banche e società finanziarie alle imprese di questo comparto, caratterizzate da una leva finanziaria più alta della media, era superiore al 34 per cento alla fine del 2013 (fig. 9a); di questi, poco più della metà era destinato alle imprese delle costruzioni (di cui il 4,5 per cento a quelle operanti prevalentemente nelle opere

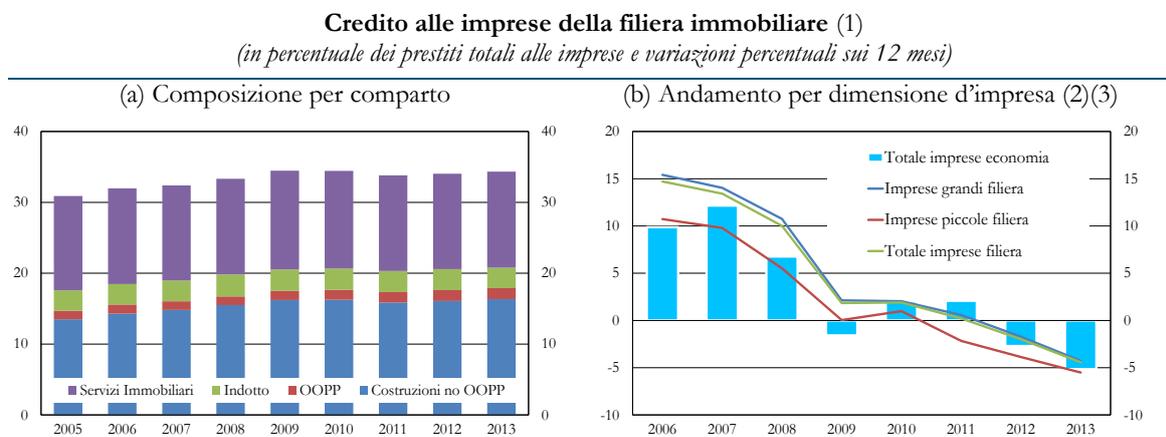
---

<sup>32</sup> In base ai dati dell'Indagine sul credito bancario (BLS; cfr. [www.bancaditalia.it/statistiche/tematiche/moneta-intermediari-finanza/intermediari-finanziari/indagine-credito-bancario/index.html](http://www.bancaditalia.it/statistiche/tematiche/moneta-intermediari-finanza/intermediari-finanziari/indagine-credito-bancario/index.html)), l'indice di restrizione del credito ha registrato due picchi massimi in corrispondenza della fine del 2008 e dell'inizio del 2012. Le restrizioni avrebbero riflesso in particolare sia il peggioramento delle prospettive economiche generali e quelle di specifici settori o imprese (fattore particolarmente rilevante nel primo picco di *credit crunch*) sia le difficoltà delle banche di accesso al finanziamento sui mercati e il deterioramento della loro posizione di liquidità (elementi che hanno inciso maggiormente nel secondo periodo di crisi). Al calo dei prestiti ha comunque contribuito anche la debolezza della domanda, soprattutto quella riconducibile all'attività di investimento.

<sup>33</sup> Cfr. Banca d'Italia (2013a) e Accetturo *et al.* (2013).

pubbliche), quasi il 40 per cento a quelle dei servizi immobiliari e meno del 10 alle aziende dell'indotto.

**Figura 9**



Fonte: Centrale dei rischi. Cfr. l'Appendice metodologica.

(1) Il credito viene misurato dall'utilizzato di cassa comprensivo delle sofferenze e dei passaggi a perdita. – (2) Le piccole imprese sono costituite da società in accomandita semplice e in nome collettivo, società semplici, società di fatto e imprese individuali con meno di 20 addetti. – (3) Il totale imprese dell'economia comprende anche le attività agricole, estrattive ed energetiche.

I prestiti erogati alle unità di minori dimensioni (che escludono le società di capitale a cui invece si riferiscono i dati di bilancio della sezione 3)<sup>34</sup> rappresentavano alla fine del 2013 poco più di un decimo del totale, una percentuale in lieve diminuzione rispetto al 14 per cento del 2007<sup>35</sup> e inferiore alla media del sistema<sup>36</sup>.

Nel periodo precedente la crisi il credito alle imprese della filiera immobiliare ha registrato una vigorosa espansione, superiore alla media del sistema produttivo nel suo complesso, per poi affievolirsi già dal 2007, in corrispondenza dell'inizio della fase negativa del ciclo delle costruzioni e in anticipo rispetto agli altri settori (fig. 9b). Nel 2008-09, con l'inasprirsi della crisi finanziaria, la crescita dei prestiti al comparto immobiliare è stata comunque superiore a quella del complesso delle imprese e solo dal 2012 si è registrato un calo. Tale dinamica può essere almeno in parte riconducibile al fatto che l'attività della filiera presenta caratteristiche peculiari, legate alla durata delle operazioni finanziate, per cui più che in altri settori la contra-

<sup>34</sup> La classificazione dimensionale delle imprese utilizzata in questa sezione è basata sugli archivi di Centrale dei rischi e diversa da quella utilizzata nella sezione 3, che si riferisce alle sole società di capitali presenti in Cerved (per maggiori dettagli cfr. l'Appendice metodologica).

<sup>35</sup> La quota di prestiti erogati alle imprese di minori dimensioni risente in parte della soglia di rilevazione dei dati in Centrale dei rischi. Al fine di poter effettuare dei confronti temporali omogenei, infatti, in questo lavoro la soglia (pari a 75.000 euro fino al 31 dicembre 2008 e a 30.000 successivamente) è stata uniformata a 75.000 per tutti gli anni. Per il comparto della filiera tale operazione comporta la perdita di informazioni per circa il 10 per cento dei prestiti alle piccole imprese e per l'1 per cento di quelli alle grandi per ciascuno degli anni a partire dal 2009: nel 2013, in particolare, la quota di credito alle imprese medie e grandi sarebbe pari all'86,6 per cento del totale (contro l'87,6 senza l'operazione di uniformizzazione) e quella alle imprese piccole risulterebbe pari al 13,4 per cento (anziché al 12,4).

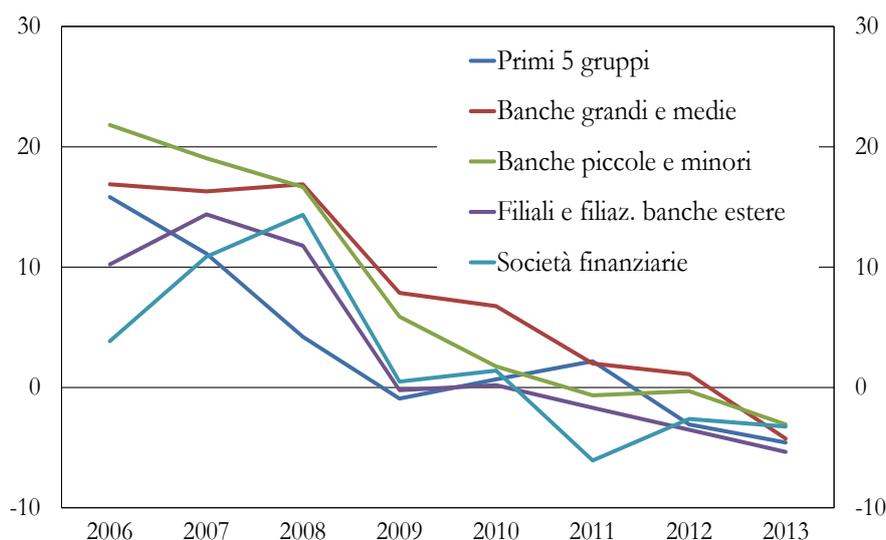
<sup>36</sup> Il credito bancario e finanziario al complesso delle piccole imprese alla fine del 2013 risultava sostanzialmente analogo a quello del 2007 e pari a circa il 16 per cento (dato calcolato considerando la soglia uniforme di 75.000 euro).

zione dei prestiti non segue contestualmente il calo dell'attività e il sostegno alle operazioni già avviate prosegue nel tempo.

La dinamica dei prestiti è stata peggiore per le imprese di minori dimensioni, che hanno registrato una diminuzione già dal 2011.

**Figura 10**

**Andamento dei prestiti alla filiera per categoria di ente erogante (1)**  
(variazioni percentuali sui 12 mesi)



Fonte: Centrale dei rischi. Cfr. l'Appendice metodologica.

1) I prestiti comprendono le sofferenze e i passaggi a perdita. I prestiti delle banche comprendono le cartolarizzazioni. Le società finanziarie non includono le società veicolo.

Nel 2007 quasi la metà del credito alle imprese della filiera immobiliare veniva erogato dalle banche appartenenti ai primi 5 gruppi, circa il 40 per cento dalle altre banche e il 12 per cento dalle società finanziarie<sup>37</sup> (tav. a12). Come per il complesso dei finanziamenti, nella fase recessiva le banche appartenenti ai primi 5 gruppi hanno contratto i prestiti alla filiera in misura più robusta rispetto agli altri intermediari: nel 2013 la loro quota di mercato era diminuita di 4 punti percentuali (fig.10)<sup>38</sup>.

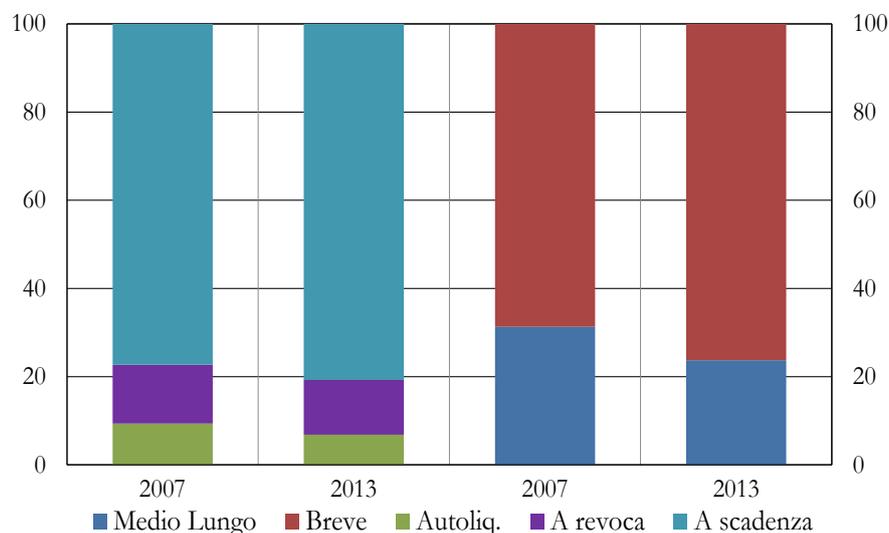
## 4.2 Caratteristiche dei prestiti per forma tecnica e durata

Nel 2013 l'81,0 per cento dei finanziamenti alla filiera al netto delle sofferenze era costituito da prestiti a scadenza (3,4 punti percentuali in più rispetto al 2007 e 8,0 punti in più rispetto alla media delle imprese non finanziarie), il 12,5 per cento da finanziamenti a revoca (aperture di credito in conto corrente) e il rimanente da forme autoliquidanti, in particolare factoring e anticipi su fatture (fig. 11).

<sup>37</sup> Tipicamente le società finanziarie erogano credito alle imprese sotto forma di leasing e factoring.

<sup>38</sup> Sul mercato dei prestiti per l'acquisto di abitazioni un importante ruolo di sostegno al credito alle famiglie consumatrici durante la crisi è stato svolto dalle filiali e filiazioni di banche estere (cfr. Felici, Manzoli, Pico (2012)).

Forma tecnica e durata dei prestiti alla filiera immobiliare (1)  
(valori percentuali)



Fonte: Centrale dei rischi. Cfr. l'Appendice metodologica.

(1) Il credito viene misurato dall'utilizzato di cassa comprensivo delle sofferenze e dei passaggi a perdita.

L'aumento dell'incidenza dei prestiti a scadenza (composti prevalentemente da mutui con durate medio-lunghe<sup>39</sup> e quindi contraddistinti da rischi di rifinanziamento e di tasso più limitati<sup>40</sup>) riflette verosimilmente anche il tentativo di fronteggiare le difficoltà delle aziende della filiera immobiliare rendendone più sostenibile la struttura finanziaria. L'incremento è stato più intenso per le piccole imprese, che nel 2013 hanno raggiunto una composizione simile alle altre, e per le banche di minori dimensioni; queste ultime rimangono caratterizzate da un'incidenza delle forme a revoca e autoliquidanti più elevata di quella delle altre categorie d'intermediario (tav. a13).

L'utilizzo dei prestiti a scadenza è più elevato per le imprese immobiliari (con una quota del 90 per cento) e per quelle delle costruzioni (76,6 per cento), in linea con la caratteristica di più lunga durata di queste attività, mentre quelle dell'indotto e delle opere pubbliche<sup>41</sup> si fi-

<sup>39</sup> Ai fini dell'analisi della dinamica della struttura per durata del credito alla filiera occorre tenere in considerazione che nel 2009 è stato introdotto un cambio di definizione del breve termine (fino a 1 anno anziché 18 mesi). Tale informazione può essere comunque approssimata dall'analisi delle forme tecniche grazie al forte legame esistente tra le due caratteristiche. Nel 2013 la quota dei prestiti a breve alla filiera immobiliare era pari al 25 per cento circa (fig. 11); per contro, in base alle segnalazioni di vigilanza la quota di prestiti a breve termine al totale delle imprese non finanziarie, sebbene in diminuzione da circa un ventennio, nel 2013 era superiore e pari al 38 per cento, un livello alto nel confronto internazionale (circa il 25 per cento nella media dell'area dell'euro). Per una disamina delle motivazioni all'origine della riduzione del credito a breve termine, cfr. Albertazzi, Mistrulli e Finaldi Russo (2007).

<sup>40</sup> Sulla scelta della composizione per scadenza del debito delle imprese italiane cfr. Magri (2006).

<sup>41</sup> Tra il 2007 e il 2013, tuttavia, le imprese del comparto delle opere pubbliche hanno incrementato la quota dei finanziamenti a scadenza in misura più marcata rispetto alle altre imprese della filiera (6,5 punti percentuali in più).

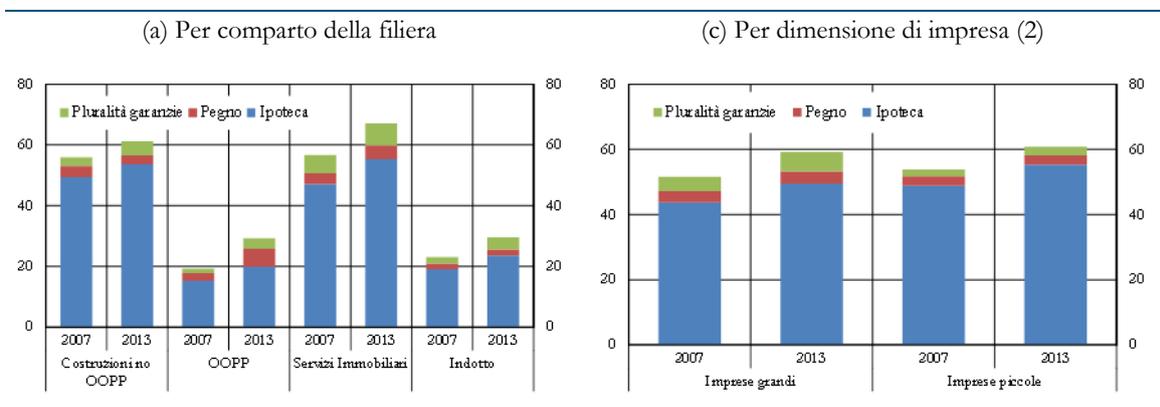
nanziano in misura relativamente più consistente anche tramite anticipi su fatture e prestiti con durata più breve (tav. a13).

### 4.3 Caratteristiche dei prestiti per tipologia di garanzia

Nella fase di forte debolezza economica degli ultimi anni, l'aumento della rischiosità dei prestiti (cfr. il paragrafo: *La qualità del credito*) ha contribuito in misura rilevante all'adozione da parte degli intermediari creditizi di requisiti più stringenti per l'accesso al credito. Per le imprese della filiera immobiliare, così come anche per il complesso dell'economia, vi si è associato un generalizzato incremento dell'incidenza dei prestiti garantiti<sup>42</sup>: i crediti assistiti da garanzia reale sotto forma di pegno, di ipoteca o di una pluralità di garanzie, è infatti salita dal 52 per cento del 2007 a quasi il 60 del 2013 (tav. a14).

Figura 12

Quota dei prestiti garantiti alla filiera immobiliare (1)  
(valori percentuali)



Fonte: Centrale dei rischi Cfr. l'Appendice metodologica.

(1) La misura del credito rappresentata è l'utilizzato di cassa comprensivo delle sofferenze e dei passaggi a perdita. – (2) Le piccole imprese sono costituite da società in accomandita semplice e in nome collettivo, società semplici, società di fatto e imprese individuali con meno di 20 addetti.

La richiesta di garanzie è aumentata di 10 punti percentuali sia per i servizi immobiliari, per i quali era già piuttosto elevata prima della crisi (57 per cento nel 2007), sia per le aziende operanti nel comparto delle opere pubbliche, caratterizzate da un'incidenza di garanzie piuttosto contenuta (19 per cento nel 2007; fig. 12a). L'incremento è stato lievemente più marcato per le aziende grandi (dal 52 al 59 per cento), in corrispondenza di un deterioramento del credito più accentuato.

Per le banche italiane non appartenenti ai primi 5 gruppi la maggiore disponibilità a erogare credito si è accompagnata a una più stringente richiesta di garanzie, che rimane mag-

<sup>42</sup> In base a elaborazioni sui dati della Centrale dei rischi, per la media delle imprese la quota di prestiti garantiti (con garanzie reali, personali o miste) è passata dal 63,5 per cento del 2007 al 69 nel 2013 (cfr. Banca d'Italia (2013)). In connessione con la più elevata rischiosità media, per il solo settore delle costruzioni il grado di copertura dei prestiti è risultato più elevato della media (cfr. Banca d'Italia (2012)). Occorre sottolineare che, rispetto a questo dato, in questo paragrafo la metodologia adottata considera garantito l'utilizzato di un soggetto qualora sia presente una garanzia reale, indipendentemente dal valore della garanzia.

giormente diffusa per le banche di minori dimensioni e per le filiali e filiazioni di banche estere (intorno al 70 per cento nel 2013; tav.a14)<sup>43</sup>.

#### 4.4 La qualità del credito

*I tassi di ingresso in default rettificato.* – La caduta dell'attività economica e il peggioramento della situazione economica e finanziaria delle imprese si sono riflessi in un rapido deterioramento della qualità del credito al comparto immobiliare. Il flusso di nuovi prestiti segnalati in anomalia in rapporto ai prestiti in bonis dell'anno precedente (tasso di ingresso in default rettificato) è cresciuto di circa 5 punti percentuali tra il 2007 e il 2009 (al 7,1 per cento), per arrivare al 10,7 nel 2013 (fig. 13a), valore superiore alla media delle imprese di circa 2 punti percentuali<sup>44</sup>. A tale dinamica ha contribuito in misura rilevante il comparto delle costruzioni diverse dalle opere pubbliche (dal 2,7 per cento nel 2007 al 13,2 di fine 2013; fig. 13b), nel quale il deterioramento della qualità del credito è stato progressivamente più marcato rispetto agli altri comparti della filiera.

La rischiosità dei prestiti è aumentata in misura più rilevante per le imprese di maggiori dimensioni<sup>45</sup>, verso le quali si concentra quasi 90 per cento dei finanziamenti: nel 2013 queste imprese presentavano un indice superiore di oltre 4 punti percentuali rispetto a quello delle più piccole (fig. 13a).

Nella prima fase di crisi i primi 5 gruppi hanno risentito più degli altri intermediari bancari del peggioramento della qualità dei prestiti (fig. 13c). Tuttavia, dalla fine del 2011 si sono registrati aumenti consistenti dei flussi di ingresso in default rettificato anche per gli altri soggetti finanziatori, associati a un incremento della dispersione di questo indicatore. In un contesto di recessione generalizzata, tale circostanza potrebbe riflettere strategie di offerta differenti da parte degli intermediari<sup>46</sup>. Le finanziarie hanno registrato tassi d'ingresso particolarmente elevati in occasione della prima crisi del 2008-09, ma si sono poi attestate sui valori inferiori al resto del sistema finanziario.

Suddividendo i prestiti per coorte di erogazione è possibile misurarne l'andamento della rischiosità nel tempo analizzando gli ingressi in anomalia per i periodi di vita successivi (fig. 13d). I prestiti che nell'ultimo periodo di recessione hanno maggiormente alimentato i flussi in deterioramento sono quelli erogati prima dell'inizio della crisi finanziaria del 2008, agli albori della fase calante del ciclo immobiliare e in corrispondenza di politiche di concessione del credito ancora accomodanti: per quelli nati nel 2006, in particolare, il deterioramento ha raggiunto nel 2013 il 15,8 per cento, un valore marcatamente superiore a quello medio dei

---

<sup>43</sup> Le società finanziarie possiedono generalmente una quota di prestiti garantiti molto contenuta (pari al 12 per cento), poiché le forme di prestiti da loro prevalentemente erogate (leasing e factoring) figurano come prive di garanzia nelle segnalazioni degli intermediari.

<sup>44</sup> Per il totale delle imprese non finanziarie, media su quattro trimestri del tasso di ingresso in default rettificato trimestrale annualizzato. Per la filiera il dato corrisponde al flusso annuale rilevato alla fine dell'anno corrispondente.

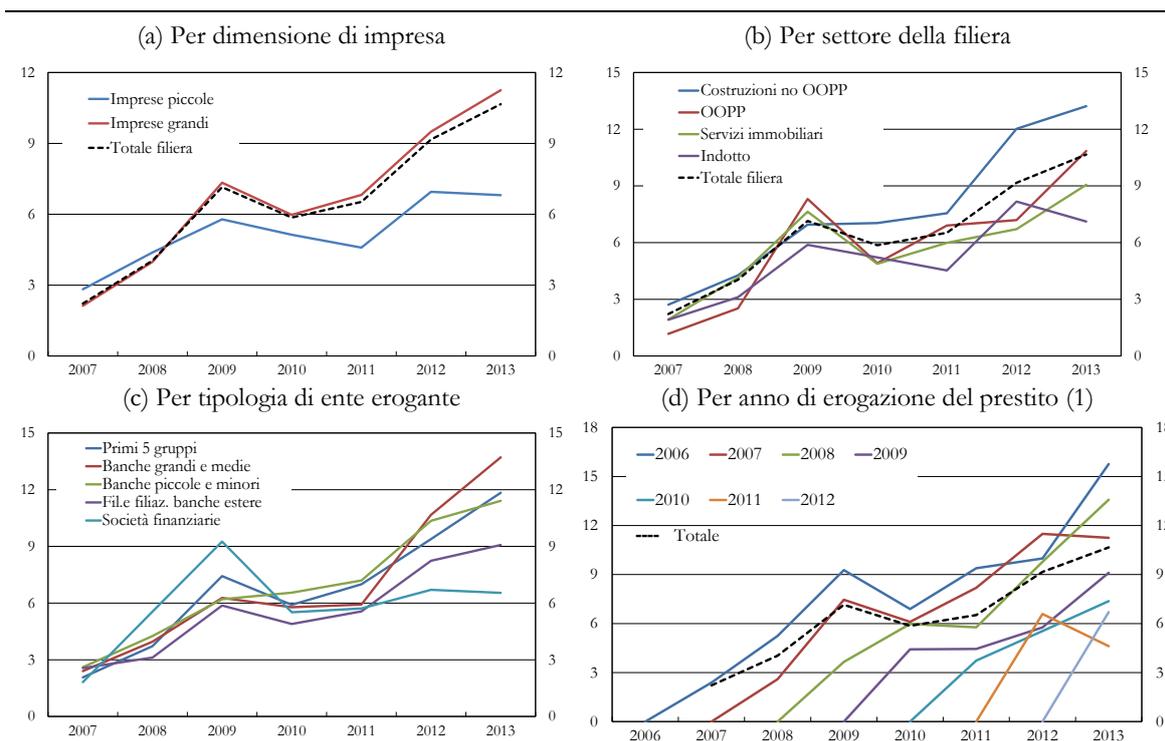
<sup>45</sup> Vale la pena ricordare che nella classificazione negli archivi della Centrale dei rischi sono incluse tra le imprese di maggiori dimensioni tutte le società di capitali, a prescindere dal numero di addetti o da altri indicatori (fatturato, attivo di bilancio, etc.).

<sup>46</sup> Nella fase iniziale della crisi, in un contesto di maggiore selettività della clientela da parte delle banche appartenenti ai primi 5 gruppi, quelle di minori dimensioni avrebbero continuato a sostenere la propria clientela tradizionale ed espanso l'operatività al fine di incrementare la propria quota di mercato.

prestiti al comparto (a prescindere dall'anno di erogazione). Per il credito accordato nel quinquennio 2008-2012, durante il quale le banche hanno adottato criteri di offerta sempre più stringenti, la caduta dell'attività economica innescata dalla crisi finanziaria prima e da quella del debito sovrano poi si è comunque riflessa fin dal primo anno in un flusso di deterioramento a parità di anzianità più elevato (intorno al 5 per cento) rispetto ai prestiti concessi negli anni precedenti, in particolare per l'ultimo biennio.

**Figura 13**

**Tassi di ingresso in default rettificato delle imprese della filiera immobiliare**  
(valori percentuali)



Fonte: Centrale dei rischi Cfr. l'Appendice metodologica.

(1) Il "Totale filiera" fa riferimento al tasso di ingresso in default rettificato dei prestiti complessivi al comparto, a prescindere dall'anno di erogazione.

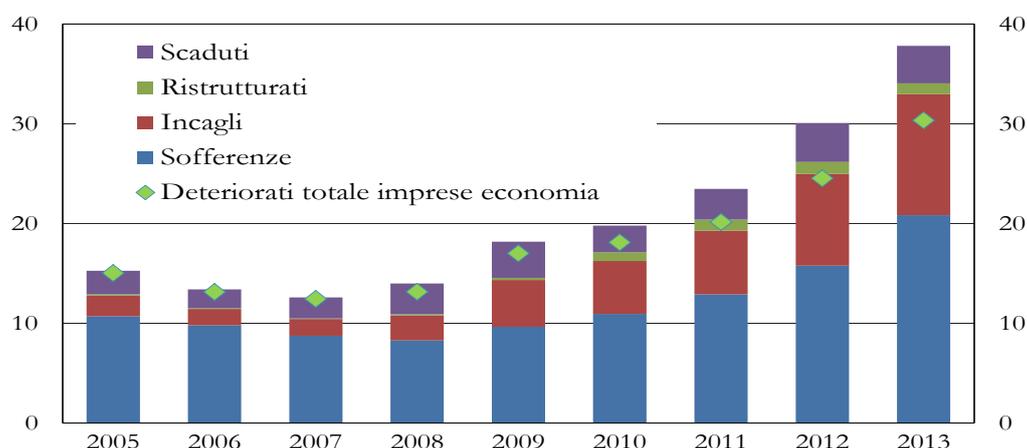
*I prestiti deteriorati.* – In termini di consistenze, tra la fine del 2007 e quella del 2013 l'incidenza dei crediti deteriorati (sofferenze, incagli ed esposizioni ristrutturate e/o scadute) sull'utilizzato di cassa delle imprese della filiera è cresciuta di 25 punti percentuali, raggiungendo un valore elevato nel confronto con la media del sistema economico (37,8 contro il 30,3 per cento; fig. 14). Dal 2007 al 2013 l'incidenza delle sofferenze è più che raddoppiata (dall'8,7 al 20,8 per cento), mentre quella delle altre partite anomale è quadruplicata (dal 3,8 al 17,0 per cento), con il forte contributo delle posizioni a incaglio.

L'aumento è stato più intenso nell'indotto e nei servizi immobiliari, dove i tassi di incidenza dei crediti deteriorati sono triplicati (da circa il 10 del 2007 a oltre il 30 per cento del 2013; tav. a15) e nelle costruzioni diverse dalle opere pubbliche (dal 16,6 al 45,4 per cento nello stesso periodo). La quota di prestiti che presentavano anomalie nei rimborsi è aumentata in misura maggiore per le imprese grandi, che alla fine del 2013 avevano raggiunto un valore

analogo a quello delle piccole imprese; per queste ultime la quota di sofferenze rimaneva, comunque, più elevata.

**Figura 14**

**Prestiti deteriorati delle imprese della filiera immobiliare (1)**  
(percentuale sul totale dei prestiti)



Fonte: Centrale dei rischi. Cfr. l'Appendice metodologica.

(1) Le sofferenze comprendono i crediti passati a perdita. – (2) Le piccole imprese sono costituite da società in accomandita semplice e in nome collettivo, società semplici, società di fatto e imprese individuali con meno di 20 addetti.

Le difficoltà di rimborso dei creditori si sono manifestate per tutte le tipologie di intermediari, ma sono peggiorate in misura maggiore per le banche non appartenenti ai grandi gruppi: la quota di deteriorati sia di quelle medio-grandi sia di quelle piccole ha raggiunto il 34 per cento, un valore quattro volte superiore a quello registrato nel 2007 (8,2 e 7,4 per cento, rispettivamente). L'andamento risente della composizione dei loro prestiti, più concentrati nelle costruzioni diverse dalle opere pubbliche, il comparto con il più alto indice di deterioramento. Anche i prestiti erogati dalle banche appartenenti ai primi 5 gruppi, prevalentemente rivolti a imprese di grandi dimensioni operanti al Centro e nel Mezzogiorno, hanno registrato forti incrementi delle anomalie: nel 2013 l'incidenza dei mancati rimborsi risultava superiore di circa 28 punti percentuali rispetto al 2007, raggiungendo quasi il 41 per cento. Tale quota risultava comunque più elevata per le società finanziarie (al 42 per cento nel 2013).

#### 4.5 I tassi di interesse

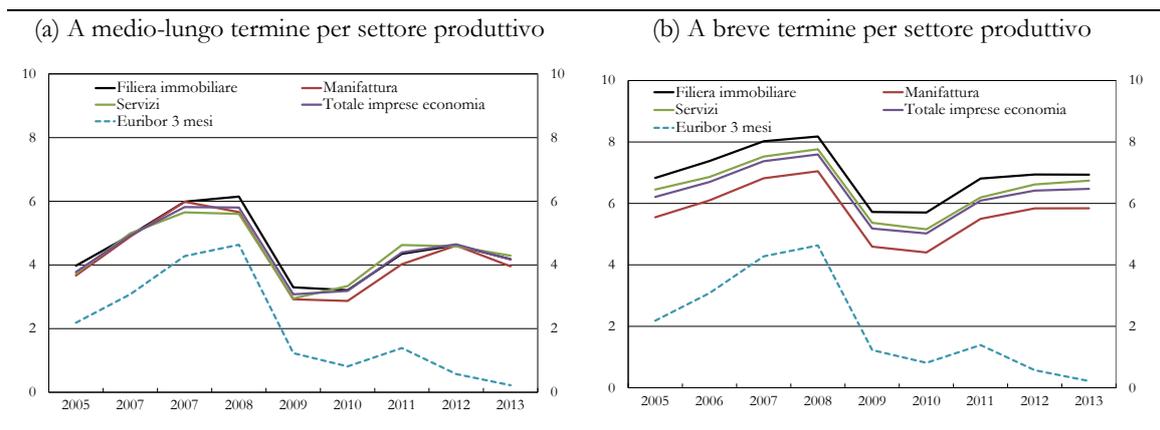
In analogia con l'andamento della media del settore produttivo, il tasso sui nuovi prestiti a medio e a lungo termine alle imprese delle costruzioni e dei servizi immobiliari<sup>47</sup> comprensivo delle spese accessorie (TAEG), dopo aver raggiunto il livello minimo del 3,2 per cento alla fine del 2010, è cresciuto di 1,3 punti percentuali fino alla fine del 2012; nel 2013 esso ha registrato una lieve flessione (fig. 15a). Il marcato peggioramento della qualità del credito concesso alle imprese della filiera si è riflesso in un aumento della dispersione nella distribuzione,

<sup>47</sup> Sono escluse le imprese dell'indotto per l'indisponibilità di dati sui tassi di interesse con adeguato dettaglio settoriale.

indice di una maggiore attenzione da parte degli intermediari a discriminare la clientela in base al merito di credito, e in un progressivo ampliamento del differenziale con il tasso di mercato monetario. La presenza di garanzie (cfr. il paragrafo 4.3) ha consentito alla filiera di ottenere tassi comunque in linea con quelli di altri settori produttivi; al contrario, nel mercato del credito a breve termine – che costituisce una quota limitata dei finanziamenti – i tassi sono risultati più elevati rispetto alla media del sistema (fig. 15b), in particolare per le imprese di costruzioni con attività prevalente diversa dalle opere pubbliche.

**Figura 15**

**Tassi d'interesse sui nuovi prestiti (1) (2)**  
(valori percentuali)



Fonte: Centrale dei Rischi. Cfr. *l'Appendice Metodologica*

(1) TAEG sulle nuove erogazioni nell'ultimo trimestre di ogni anno considerato. – (2) La filiera immobiliare comprende solo le costruzioni e i servizi immobiliari; non è incluso il comparto dell'indotto per l'indisponibilità di dati sui tassi di interesse con adeguato dettaglio settoriale.

Dal confronto tra i diversi comparti della filiera non emergono differenze significative nel costo del credito a medio e lungo termine, mentre dal 2010 le nuove erogazioni nei confronti delle piccole e medie imprese sono risultate più costose di quelle alle grandi, con un divario in progressivo aumento. (tav. a16).

Successivamente allo scoppio della crisi del debito sovrano, il divario tra i tassi praticati dalle diverse tipologie di intermediari si è ampliato, risentendo in generale delle difficoltà nella raccolta di alcuni finanziatori e del grado di deterioramento della qualità del credito.

#### 4.6 Il credito a livello territoriale

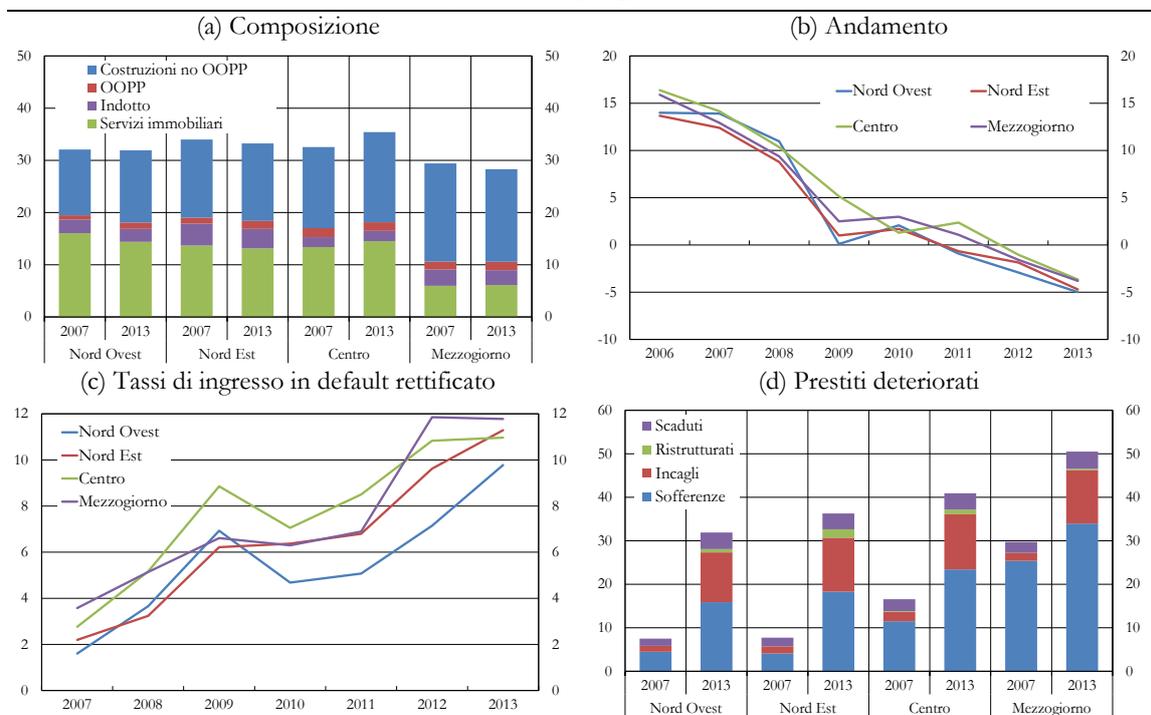
Alla fine del 2013 oltre il 60 per cento dei finanziamenti alle imprese della filiera era concentrato nelle regioni settentrionali (il 35 per cento nel Nord Ovest e oltre un quarto nel Nord Est), il 25 era destinato ad aziende del Centro, mentre il Mezzogiorno deteneva una quota inferiore al 15 per cento; in termini di incidenza sul PIL il contributo delle diverse aree territoriali risultava invece più omogeneo (cfr. il paragrafo 3.4). Riflettendo la varietà nella composizione della filiera per macroarea, il Nord Est si caratterizza per una quota di credito destinata all'indotto superiore alla media nazionale, il Nord Ovest per il maggiore peso dei servizi immobiliari e il Mezzogiorno per quello delle costruzioni (fig. 16a). Le regioni nordorientali si differenziavano dalla media per il maggiore ruolo delle banche piccole e minori: queste detenevano nel 2013 una quota di mercato pari a poco meno del 30 per cento (25 per cento nel

2007), un valore nettamente superiore a quello della media nazionale (20 per cento circa) e solo circa 10 punti percentuali in meno rispetto a quello dei primi 5 gruppi.

**Figura 16**

**Credito alle imprese della filiera immobiliare per macroarea (1)**

(valori e variazioni percentuali)



Fonte: Centrale dei rischi Cfr. l'Appendice metodologica.

(1) Utilizzato di cassa comprensivo delle sofferenze e dei passaggi a perdita.

Nel periodo considerato le dinamiche territoriali dei prestiti alla filiera sono state piuttosto omogenee, ma per le regioni settentrionali la decelerazione del credito è stata più marcata e il tasso di crescita è divenuto negativo fin dal 2011, in anticipo rispetto alle altre aree del paese (fig. 16b). Al Centro la migliore dinamica degli ultimi tre anni si è riflessa in un aumento della quota di finanziamenti alla filiera sul totale dei prestiti dell'area (salita a oltre il 35 per cento; fig.16a).

Mentre la composizione per forma tecnica e durata dei prestiti si presenta omogenea a livello territoriale, la rilevanza delle garanzie è molto correlata alla composizione per comparti della filiera: la quota di prestiti garantiti è infatti superiore nel Nord Ovest (62 per cento) anche per la maggiore importanza dei prestiti concessi alle imprese dei servizi immobiliari. L'aumento della quota di prestiti garantiti ha interessato tutte le aree del paese, ma è stato più marcato nel Nord Est, in corrispondenza di un forte incremento della rischiosità. Dal 2007, infatti, in tutte le aree del paese la qualità del credito è nettamente peggiorata (fig. 16c): nel 2013, in particolare, i livelli di ingresso in default rettificato dei prestiti concessi nel Nord Est e nel Mezzogiorno avevano raggiunto e superato quelli molto elevati del Centro. Tale andamento si è riflesso in un generalizzato aumento della quota di crediti con difficoltà nel rimborso, più consistente per le imprese residenti nelle regioni settentrionali: nel Nord Est tale quota ha raggiunto il 36,3 per cento (era il 7,7 nel 2007; fig. 16d) e nel Nord Ovest il 31,9 (dal

7,5). L'incidenza dei prestiti deteriorati in queste ultime due aree è tuttavia rimasta su valori più bassi rispetto a quelli del Centro (40,9 per cento) e del Mezzogiorno (dove ha raggiunto la metà dei prestiti, dal livello già piuttosto elevato di circa il 30 per cento del 2007).

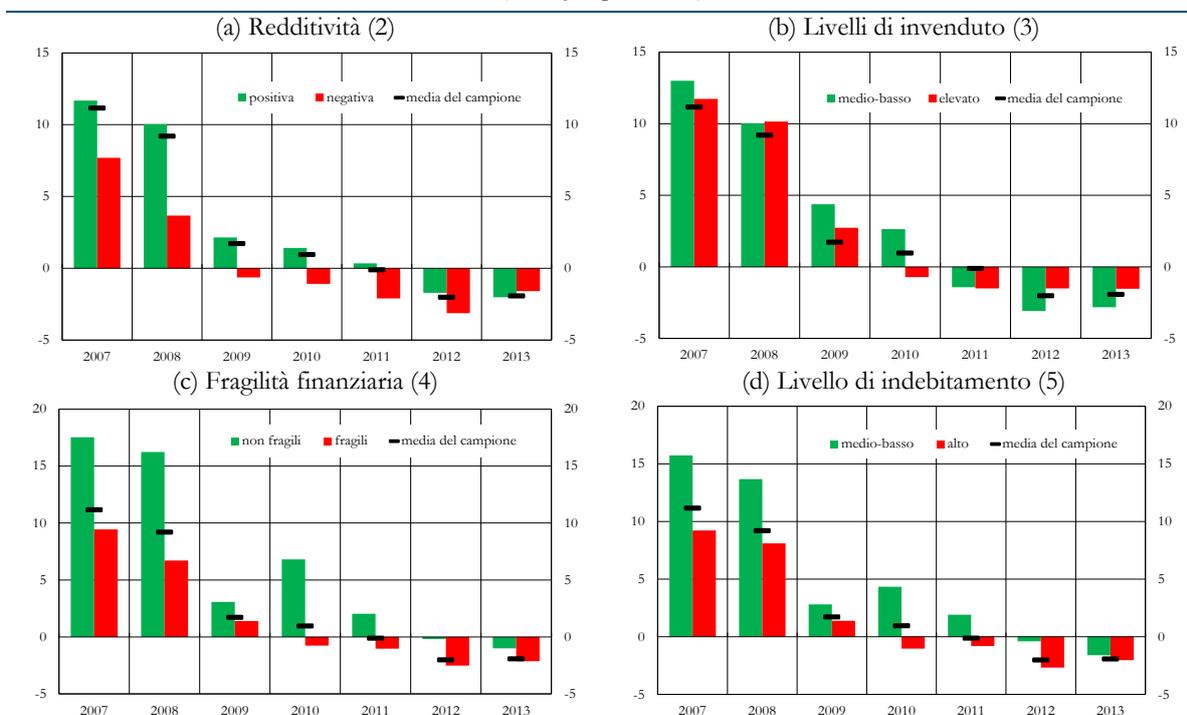
## 5. Caratteristiche d'impresa e accesso al credito durante la crisi

### 5.1 I prestiti al settore immobiliare per caratteristiche d'impresa

Al fine di analizzare l'evoluzione dei rapporti di credito nella filiera immobiliare sulla base di alcune caratteristiche d'impresa, è stata condotta un'analisi su un campione aperto di oltre 230.000 società di capitali per le quali si dispone sia dei dati di bilancio sia delle segnalazioni alla Centrale dei rischi. A tale campione è riconducibile circa il 70 per cento del volume dei prestiti alla filiera rilevato nella Centrale dei rischi.

Figura 17

Prestiti alla filiera immobiliare per caratteristiche d'impresa (1)  
(variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Centrale dei rischi e Cerved Group. Cfr. l'Appendice metodologica.

(1) I dati includono le sofferenze. Si considerano i dati di bilancio relativi all'anno precedente a quello di analisi. – (2) La redditività è positiva per le imprese che presentano un ROA maggiore o uguale a zero, negativa per quelle con ROA minore di zero. – (3) Il livello di invenduto è considerato elevato per le imprese che presentano un rapporto tra rimanenze di immobili e fabbricati in costruzione e ricavi netti maggiore di uno. – (4) Sono considerate finanziariamente fragili le imprese che presentano un rapporto tra oneri finanziari e MOL maggiore di 50. – (5) Sono considerate altamente indebitate le imprese che presentano un *leverage* superiore al 75 per cento, valore mediano del periodo 2006-2012 per il campione qui analizzato.

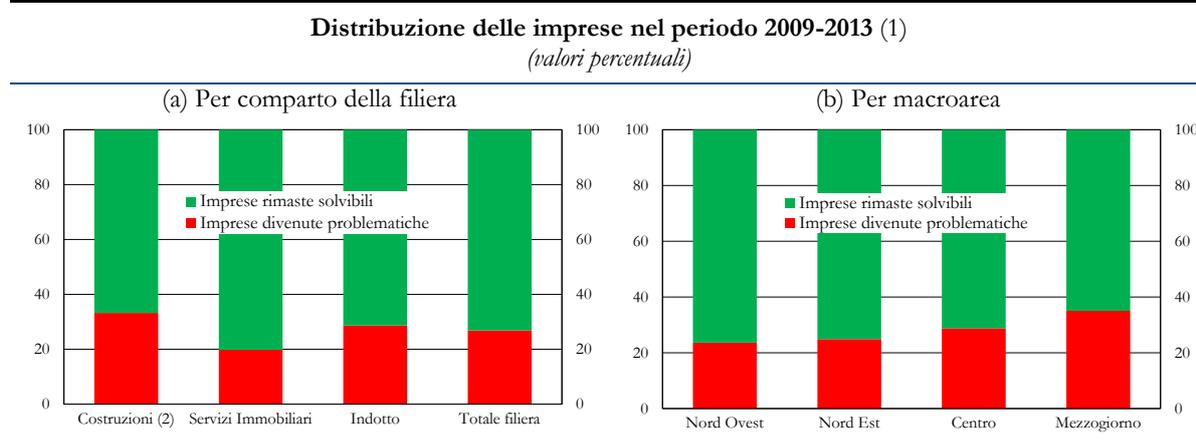
Tra il 2007 e il 2011, nella fase di decelerazione del credito alla filiera immobiliare (cfr. il paragrafo 4.1), l'andamento dei finanziamenti è risultato molto differenziato in base alle condizioni di bilancio delle imprese; nell'ultimo biennio, invece, la contrazione dei prestiti è risultata più generalizzata, interessando sia le aziende meno solide sia quelle con condizioni finanziarie più equilibrate e con una redditività positiva. In particolare, le imprese con un minor

livello di indebitamento e un peso degli oneri finanziari più sostenibile hanno registrato nel primo quinquennio un aumento dei prestiti molto superiore alla media e solo nell'ultimo biennio un calo, comunque più contenuto nel confronto con il totale della filiera (figg. 17c e 17d). Il credito alle aziende meno solide ha cominciato a calare in anticipo rispetto alla media, dal 2009 se si considerano le imprese con redditività negativa (fig.17a) e dal 2010 se si prendono le società con condizioni finanziarie meno solide<sup>48</sup>. Nel complesso, il livello di invenduto non sembra, invece, aver rappresentato un fattore discriminante nel determinare l'andamento del credito (fig. 17b)<sup>49</sup>.

## 5.2 Vincenti e perdenti: un confronto tra imprese

Sebbene la crisi del mercato immobiliare abbia determinato un generalizzato deterioramento delle condizioni economiche e finanziarie delle imprese, le difficoltà a far fronte ai propri impegni finanziari sono aumentate in misura differenziata in base alle caratteristiche di bilancio delle imprese.

Figura 18



Fonte: elaborazioni su dati Centrale dei rischi e Cerved Group. Cfr. l'Appendice metodologica.

(1) I dati si riferiscono a un campione di imprese presenti in Cerved e in Centrale dei Rischi sia nell'anno 2006 sia nel periodo 2009-2013 e che nel periodo pre-crisi (2006-08) non presentavano crediti deteriorati. Le imprese divenute problematiche sono quelle che nel periodo 2009-2013 hanno mostrato segnali di deterioramento del credito (almeno una segnalazione di sofferenza, incaglio, scaduto o ristrutturato). – (2) Comprende le aziende del comparto delle OOPP.

Nel presente paragrafo si è cercato di individuare quali caratteristiche possedute ex ante (ovvero, al culmine della fase espansiva del mercato immobiliare) da un'impresa possano aver contribuito alle difficoltà incontrate nella successiva fase di calo del mercato immobiliare e l'abbiano discriminata da quelle rimaste solvibili (in bonis). A tal fine è stato selezionato un campione di quasi 90.000 imprese della filiera immobiliare presenti sia negli archivi di Centrale dei rischi sia in quelli Cerved nel 2006, l'anno di picco del comparto immobiliare, e si è ana-

<sup>48</sup> Gli indicatori di bilancio utilizzati per discriminare possono far riferimento a gruppi di imprese differenti (ad esempio, l'indicatore di invenduto non viene calcolato per le imprese dell'indotto; il rapporto oneri finanziari su MOL risulta non significativo in caso di MOL negativo, etc.).

<sup>49</sup> Come già accennato in precedenza e come evidenziato più dettagliatamente nel seguito, l'indicatore dell'invenduto può perdere valore segnaletico a livello di singola impresa, in relazione alle prassi organizzative del comparto immobiliare (cfr. nota a pag. 12).

lizzato l'andamento della qualità dei loro prestiti nel periodo di più acuta recessione, dal 2009 al 2013<sup>50</sup>.

Nel quinquennio considerato oltre un quarto del campione ha registrato un deterioramento del credito (fig. 18a); tale quota, più contenuta nelle regioni del Nord e del Centro, è risultata pari al 35 per cento nel Mezzogiorno (fig. 18b). La maggiore incidenza di imprese con difficoltà nel rimborso dei prestiti ha riguardato il comparto delle costruzioni nel suo complesso (33 per cento), mentre solo il 20 per cento delle società immobiliari ha avuto problemi di solvibilità nella fase acuta della crisi.

Nel 2006 le imprese che hanno avuto problemi di rimborso dei prestiti (“imprese in crisi” nel seguito) nel periodo 2009-2013 si distinguevano da quelle rimaste solvibili (“imprese non in crisi” nel seguito) per alcuni importanti aspetti. Una prima significativa differenza riguarda la dimensione d'impresa: il totale dell'attivo dell'impresa media per il primo gruppo di aziende superava di un terzo quello delle imprese non in crisi; il differenziale era maggiore per i servizi immobiliari e, a livello territoriale, per le regioni del Nord Est (tav. 1 e tav. 2). Ciò potrebbe essere ricondotto al fatto che le grandi imprese avrebbero incontrato maggiori difficoltà nel coprire i costi fissi più elevati e nell'adattare la propria struttura produttiva a un contesto di mercato fortemente ridimensionato sia nel comparto delle opere pubbliche sia in quello delle nuove costruzioni residenziali.

**Tavola 1**

Test di differenza tra le medie per gruppi di imprese per comparto della filiera (1)											
INDICATORI	Totale filiera immobiliare		Costruzioni (2)		Servizi immobiliari			Indotto			
	Imprese in crisi	Imprese non in crisi	Imprese in crisi	Imprese non in crisi	Imprese in crisi	Imprese non in crisi	Imprese in crisi	Imprese non in crisi			
Attivo (3)	4.166,5 <i>21.604</i>	3.124,7 <i>58.873</i>	***	3.686,2 <i>12.492</i>	2.946,3 <i>25.115</i>	**	3.765,1 <i>7.073</i>	2.687,9 <i>28.681</i>	***	8.500,9 <i>2.039</i>	6.474,3 <i>5.077</i>
Anni di attività	14,2 <i>21.604</i>	15,2 <i>58.873</i>	***	14,1 <i>12.492</i>	14,7 <i>25.115</i>	***	13,6 <i>7.073</i>	15,1 <i>28.681</i>	***	17,2 <i>2.039</i>	18,0 <i>5.077</i>
ROA	4,8 <i>21.467</i>	5,7 <i>58.465</i>	***	5,5 <i>12.428</i>	7,0 <i>24.943</i>	***	3,6 <i>7.010</i>	4,3 <i>28.457</i>	***	4,4 <i>2.029</i>	7,4 <i>5.065</i>
Invenduto (4)	17,0 <i>14.984</i>	12,8 <i>32.811</i>	**	11,1 <i>10.400</i>	8,9 <i>20.526</i>		30,4 <i>4.584</i>	19,5 <i>12.285</i>	***		
OF/MOL	64,7 <i>13.586</i>	41,8 <i>29.378</i>	***	65,5 <i>10.488</i>	41,6 <i>20.409</i>	***	80,7 <i>1.272</i>	60,7 <i>4.359</i>	***	49,6 <i>1.826</i>	24,6 <i>4.610</i>
Leverage	76,4 <i>16.257</i>	63,4 <i>46.043</i>	***	76,7 <i>9.327</i>	62,6 <i>19.334</i>	***	78,6 <i>5.320</i>	66,9 <i>22.602</i>	***	66,8 <i>1.610</i>	48,3 <i>4.107</i>

Fonte: elaborazioni su dati Cerved Group e Centrale dei rischi. Cfr. l'Appendice metodologica.

(1) L'analisi è condotta su dati del 2006, dividendo le imprese che nel periodo 2009-2013 hanno registrato un deterioramento dei prestiti (sofferenze, incagli, scaduti, ristrutturati) da quelle che sono rimaste in bonis. I dati in corsivo si riferiscono al numero di imprese per ogni gruppo. \*\*\* = differenza significativa al 99%; \*\* = differenza significativa al 95%; \* = differenza significativa al 90%. – (2) Comprende le aziende del comparto delle OOPP. – (3) Totale attivo in migliaia di euro. – (4) Rapporto tra rimanenze di immobili e fabbricati in costruzione e ricavi netti. Tale indicatore è calcolato per le imprese delle costruzioni non OOPP e per quelle dei servizi immobiliari.

Dal punto di vista delle caratteristiche di bilancio, le “imprese in crisi” mostravano nel 2006 una minore redditività: il loro ROA era pari al 4,8 per cento, contro il 5,7 per cento delle

<sup>50</sup> Sono escluse dall'analisi le società che presentavano crediti deteriorati già nel biennio 2007-08, in quanto presumibilmente affette da problemi precedenti la crisi.

altre società; tale differenza era più ampia per le imprese delle costruzioni e, soprattutto, per quelle dell'indotto, nonché per quelle localizzate nel Nord del paese.

Anche la situazione finanziaria risultava molto diversa tra i due gruppi di imprese. Il rapporto tra oneri finanziari (OF) e margine operativo lordo (MOL) risultava ex ante molto più alto per le "imprese in crisi" in tutti i comparti della filiera, soprattutto in quello dei servizi immobiliari, e a livello territoriale nelle regioni del Nord Est. Tale evidenza è confermata anche dall'analisi del grado di indebitamento: le imprese divenute insolventi presentavano nel 2006 un *leverage* superiore di circa un quinto rispetto alle altre, con un divario molto ampio per le imprese dell'indotto.

**Tavola 2**

Test di differenza tra le medie per gruppi di imprese per macroarea (1)										
INDICATORI	Nord Ovest		Nord Est		Centro		Mezzogiorno			
	Imprese in crisi	Imprese non in crisi	Imprese in crisi	Imprese non in crisi	Imprese in crisi	Imprese non in crisi	Imprese in crisi	Imprese non in crisi		
Attivo (2)	4.166,5	3.124,7 ***	4.559,1	3.323,9 **	4.817,3	3.159,4 ***	3.932,9	3.199,2		
	<i>21.604</i>	<i>58.873</i>	<i>6.665</i>	<i>21.535</i>	<i>5.559</i>	<i>16.761</i>	<i>5.168</i>	<i>12.762</i>		
Anni di attività	14,2	15,2 ***	14,6	15,6 ***	14,7	15,6 ***	14,1	14,8 ***		
	<i>21.604</i>	<i>58.873</i>	<i>6.665</i>	<i>21.535</i>	<i>5.559</i>	<i>16.761</i>	<i>5.168</i>	<i>12.762</i>		
ROA	4,8	5,7 ***	4,9	5,9 ***	4,5	5,8 ***	5,1	5,8 ***		
	<i>21.467</i>	<i>58.465</i>	<i>6.619</i>	<i>21.404</i>	<i>5.529</i>	<i>16.672</i>	<i>5.134</i>	<i>12.655</i>		
Invenduto (3)	64,7	41,8 **	16,6	13,2	18,4	14,2	23,3	12,3 *		
	<i>14.984</i>	<i>32.811</i>	<i>3.832</i>	<i>9.507</i>	<i>3.229</i>	<i>7.873</i>	<i>3.271</i>	<i>6.503</i>		
OF/MOL	17,0	12,8 ***	65,1	44,2 ***	69,0	41,8 ***	68,8	41,7 ***		
	<i>13.586</i>	<i>29.378</i>	<i>4.738</i>	<i>11.775</i>	<i>3.958</i>	<i>9.458</i>	<i>3.486</i>	<i>6.739</i>		
<i>Leverage</i>	76,4	63,4 ***	77,9	63,7 ***	79,3	63,0 ***	76,5	64,8 ***		
	<i>16.257</i>	<i>46.043</i>	<i>5.189</i>	<i>17.531</i>	<i>4.203</i>	<i>13.168</i>	<i>3.725</i>	<i>9.397</i>		

Fonte: elaborazioni su dati Cerved Group e Centrale dei rischi. Cfr. l'Appendice metodologica.

(1) L'analisi è condotta su dati del 2006, dividendo le imprese che nel periodo 2009-2013 hanno registrato un deterioramento dei prestiti (sofferenze, incagli, scaduti, ristrutturati) da quelle che sono rimaste in bonis. I dati in corsivo si riferiscono al numero di imprese per ogni gruppo. \*\*\* = differenza significativa al 99%; \*\* = differenza significativa al 95%; \* = differenza significativa al 90%. - (2) Totale attivo in migliaia di euro. - (3) Rapporto tra rimanenze di immobili e fabbricati in costruzione e ricavi netti. Tale indicatore è calcolato per le imprese delle costruzioni non OOPP e per quelle dei servizi immobiliari.

L'analisi dell'indice di invenduto anche in questa analisi (come già in quella del paragrafo 5.1) non fornisce indicazioni univoche. La differenza tra i due gruppi di imprese è infatti significativa per il solo comparto dei servizi immobiliari e non per il settore delle costruzioni<sup>51</sup>;

<sup>51</sup> Va ricordato che l'indicatore del livello di invenduto viene calcolato per le sole imprese delle costruzioni non OOPP e per quelle dei servizi immobiliari (cfr. il paragrafo 3.3). La non significatività di tale indicatore, peraltro, può essere ricondotta alle seguenti ragioni: 1) come spiegato in precedenza, esso risente delle strategie societarie tra imprese di costruzione e quelle dei servizi immobiliari facenti capo al medesimo gruppo. Gli immobili invenduti possono, infatti, gravare sul bilancio del costruttore oppure, più frequentemente, su quello delle società immobiliari costituite ad hoc per la realizzazione degli stessi. È quindi frequente che l'impresa di costruzioni che realizza un progetto immobiliare detenga la proprietà di una società dei servizi immobiliari, che a sua volta figura come committente dei lavori e paga l'impresa di costruzioni. Per questo motivo l'analisi descrittiva contenuta nel paragrafo 3.3 è stata effettuata aggregando i dati delle due tipologie di impresa; l'utilizzo di dati individuali su questo indicatore effettuato in questo paragrafo potrebbe invece risultare distorta; 2) è comunque un indice molto legato al ciclo produttivo dell'impresa e non soltanto alla sua situazione economico-finanziaria: esso infatti tende a essere molto elevato nella fase iniziale di costruzione e a decrescere velocemente nella fase di ultimazione e di

nel Mezzogiorno – dove la rilevanza del comparto dei servizi immobiliari è molto più bassa della media nazionale – le aziende divenute problematiche presentavano un valore di tale indicatore inferiore rispetto alle altre.

Tali indicazioni sono sostanzialmente confermate da una stima econometrica che misura l'impatto delle caratteristiche possedute ex ante dalle imprese sulla probabilità di insolvenza<sup>52</sup> nel periodo successivo, i cui risultati sono riassunti nella Tavola 3.

La probabilità che un'impresa della filiera immobiliare operante nel 2006 sia diventata insolubile nel periodo 2009-2013 è infatti, a parità di condizioni, fortemente differenziata a seconda della dimensione: è meno elevata per le imprese di medie dimensioni rispetto a quelle appartenenti al primo e all'ultimo quartile della distribuzione per totale attivo. I risultati mostrano inoltre che le imprese più grandi presentano una probabilità di insolvenza superiore dell'8 per cento rispetto a quelle piccole. L'età dell'impresa ha un impatto non lineare sulla probabilità di default; il valore dei coefficienti, tuttavia, è tale per cui la presenza sul mercato da un numero maggiore di anni incide sempre positivamente sulla solvibilità dell'impresa; tale effetto tende ad annullarsi soltanto nel caso di imprese presenti sul mercato da oltre 30 anni. Tra i principali indici di bilancio, le variabili che impattano in misura significativa sulla insolubilità ex post dell'impresa sono quelle che ne descrivono la situazione finanziaria. A parità di altre condizioni, a un incremento pari alla deviazione standard nel *leverage* è associato un aumento della probabilità di default di circa un decimo; l'impatto è più contenuto (pari a circa il 3 per cento) per il rapporto tra oneri finanziari e MOL. Tale risultato, che conferma l'analisi di Bonaccorsi *et al.* (2014) riferita al totale delle imprese non finanziarie, indica che le imprese con maggiori problemi di solvibilità sono quelle che nel periodo di elevata redditività e di andamento del mercato ancora positivo hanno continuato a investire utilizzando in modo preminente la leva finanziaria, incontrando successivamente maggiori difficoltà nel sostenere l'onere del debito; esse potrebbero anche aver risentito in misura più marcata dell'adozione di politiche creditizie restrittive da parte degli intermediari. Al contrario, si sarebbe rivelata vincente la scelta di quelle imprese che hanno mantenuto sotto controllo l'indebitamento, diminuendo gli investimenti in prospettiva di un indebolimento del ciclo immobiliare o utilizzando a tale fine le risorse interne generate dall'elevata redditività che caratterizzava il mercato nel momento di massima espansione.

---

vendita; 3) presenta un'elevata percentuale di dati mancanti, anche perché per definizione non è calcolabile per le imprese delle OOPP e per quelle dell'indotto e questo potrebbe causare una distorsione delle stime.

<sup>52</sup> È stato utilizzato un modello probit in cui la variabile dipendente è una *dummy* pari a uno se l'impresa nel periodo 2009-2013 ha avuto problemi nel rimborso dei prestiti (nelle diverse tipologie di deterioramento, da incaglio a sofferenza) e pari a zero se è rimasta in bonis. Un'analisi descrittiva delle variabili utilizzate nella stima è riportata nella tav. a17. Tra le variabili esplicative sono stati inseriti gli indici di bilancio analizzati nel paragrafo 3 e controlli per alcune caratteristiche intrinseche dell'impresa, come gli anni di attività, la dimensione, la localizzazione geografica, il comparto di attività, la rischiosità ex ante misurata attraverso lo *z-score* Cerved. Tra le variabili esplicative è stato escluso l'indice d'inventuto, per i motivi indicati sopra.

Probabilità delle imprese della filiera al 2006 di diventare insolventi nel 2009-2013 (1)

	(A)	(B)	(C)
Medio-piccola (2)	- 4,67*** (-5,5)	-3,18*** (-4,1)	- 2,40*** (-4,6)
Medio-grande (2)	- 2,73*** (-3,5)	- 2,29*** (-3,1)	- 2,73*** (-5,4)
Grande (2)	8,14*** (10,9)	8,01*** (11,1)	7,49*** (15,0)
Anni di attività	- 2,96*** (-8,3)	- 2,27*** (-7,3)	- 1,72*** (-8,3)
Anni di attività <sup>2</sup>	0,08*** (7,4)	0,06*** (6,1)	0,04*** (6,8)
Leverage	0,28*** (24,0)	0,37*** (36,6)	0,30*** (45,1)
OF/MOL (3)	0,05*** (10,4)	0,04*** (8,5)	
ROA	0,07 (1,5)		
Impresa medio rischio (4)	- 11,00*** (8,9)		
impresa alto rischio (4)	- 29,89*** (18,9)		
Servizi immobiliari	- 12,05*** (-15,0)	- 11,30*** (-14,9)	-12,85*** (-33,9)
OOPP	0,25 (0,17)	1,60 (1,1)	0,55 (0,46)
Indotto	1,77** (2,22)	0,27** (0,36)	0,01 (0,1)
Pseudo R <sup>2</sup>	0,0978	0,0735	0,0708
N. osservazioni	29.138	33.514	62.300

Fonte: elaborazioni su dati Cerved Group e Centrale dei rischi. Cfr. l'Appendice metodologica.

(1) L'analisi è condotta con una specificazione probit su dati del 2006. La variabile dipendente è una dummy pari a uno per le imprese che nel periodo 2009-2013 hanno registrato un deterioramento dei prestiti (sofferenze, incagli, scaduti, ristrutturati), pari a zero per quelle rimaste solvibili. I parametri stimati sono relativi agli effetti marginali; i valori sottostanti in corsivo riportano la statistica  $z$  relativa al coefficiente stimato; gli errori standard sono calcolati con il metodo Huber-White. Gli effetti marginali sono espressi in punti percentuali per agevolare la lettura della tavola: vanno dunque rapportati a una probabilità di default compresa tra 0 e 100, anziché tra 0 e 1. \*\*\* = differenza significativa al 99%; \*\* = differenza significativa al 95%; \* = differenza significativa al 90%. – (2) Dummy pari a uno se l'impresa presenta un livello di totale attivo appartenente al secondo (medio-piccole), terzo (medio-grandi) e quarto quartile (grandi) della distribuzione. – (3) La distribuzione della variabile OF/MOL è stata winsorizzata al 1° e al 99° percentile in modo da tener conto della presenza di *outliers* nella serie, relativi a imprese con MOL tendente a zero. In mancanza della winsorizzazione il segno del coefficiente rimarrebbe inalterato, ma la stima perderebbe significatività. – (4) Indicatore  $\xi_{score}$  presente negli archivi Cerved. Sono considerate imprese sicure quelle con *score* da uno a tre, imprese a medio rischio quelle con score da 4 a 6, imprese ad alto rischio quelle con score superiore a 6.

## 6. Conclusioni

Il comparto immobiliare comprende una molteplicità di operatori: oltre alle imprese attive nella costruzione di immobili, esso include anche quelle di gestione e intermediazione immobiliare, nonché le aziende industriali e del terziario che forniscono input produttivi e servizi.

Dal 2007 le imprese della filiera hanno dovuto affrontare gli effetti dell'esaurimento del ciclo espansivo iniziato nell'ultima parte degli anni novanta, cui si sono sommati quelli della grande crisi economico-finanziaria del 2008-09 e quelli della recente recessione iniziata nel corso del 2011.

La durata e l'intensità della crisi hanno avuto un impatto negativo molto forte sul sistema delle imprese e, di riflesso, sulle banche che le hanno finanziate. Il forte ridimensionamento dei ricavi, il netto peggioramento della redditività e l'accumulo di immobili invenduti, in condizioni di livelli di indebitamento spesso molto elevati, hanno determinato un aumento della vulnerabilità delle imprese del settore e della loro rischiosità, che si sono riflessi in un rapido deterioramento della qualità del credito al comparto, superiore alla media del sistema economico. Il flusso di nuovi prestiti segnalati in anomalia in rapporto ai prestiti in bonis dell'anno precedente è salito dal 3 per cento del 2007 a quasi l'11 del 2013, valore superiore alla media delle imprese. Tale aumento ha interessato tutte le aree del Paese, ma in misura più intensa il Nord Est e il Mezzogiorno. In termini di consistenze, alla fine del 2013 i crediti deteriorati (sofferenze, incagli ed esposizioni ristrutturati o scaduti) rappresentavano quasi il 40 per cento del totale dei prestiti, contro il 30 del complesso delle imprese: rispetto al 2007, l'incidenza delle sofferenze è più che raddoppiata, mentre quella delle partite anomale è quadruplicata.

Tale peggioramento ha condizionato e continua a condizionare pesantemente la capacità degli intermediari di concedere nuovi finanziamenti. Tra il 2007 e il 2011 i prestiti alla filiera immobiliare hanno decelerato nettamente, ma con andamenti molto differenziati in base alle condizioni di bilancio delle imprese; nell'ultimo biennio la contrazione dei prestiti è risultata piuttosto generalizzata, interessando sia le imprese più rischiose sia quelle con condizioni finanziarie più equilibrate e con una redditività positiva.

Le analisi svolte in questo lavoro evidenziano come per questo comparto, ancor più di quanto non sia avvenuto a livello di sistema economico nel suo complesso, i modelli di sviluppo seguiti dalle imprese nella fase espansiva del ciclo, con particolare riferimento alle scelte di indebitamento e di struttura finanziaria, abbiano rappresentato negli anni di crisi più acuta il principale fattore discriminante tra coloro che, pur nelle difficoltà di una recessione di intensità eccezionale, sono riuscite a rimanere sul mercato e a mantenersi solvibili nei confronti del sistema creditizio e quelle che invece hanno avuto problemi nel rimborso dei crediti ottenuti. In altri termini, le imprese che in periodi di elevata redditività e di un andamento del mercato immobiliare ancora favorevole hanno continuato a investire utilizzando in modo preminente la leva finanziaria, nella fase più acuta della recessione hanno incontrato maggiori difficoltà nel sostenere l'onere del debito e potrebbero aver risentito in misura più marcata dell'adozione di politiche creditizie restrittive da parte degli intermediari. Tale evidenza è particolarmente accentuata per le imprese del Nord Est. Le imprese che, a parità di altre caratteristiche, hanno evidenziato maggiori problemi di solvibilità, sono quelle di maggiori dimensioni. Se si esclude infatti un numero limitato di grandi operatori attivi sul mercato globale, questo tipo di imprese avrebbe incontrato maggiori difficoltà, nel corso della recessione, ad adattare la propria struttura produttiva alla forte contrazione dell'attività sia nel comparto delle opere pubbliche sia in quello delle nuove costruzioni residenziali.

Come evidenziato da più osservatori, i percorsi che nel passato hanno portato alla forte crescita del settore difficilmente potranno essere riproposti in futuro. Dal punto di vista dell'equilibrio economico e finanziario delle aziende, il ricorso a fonti alternative di finanziamento e, soprattutto, una maggiore patrimonializzazione sono divenuti ancora più importanti per accrescere le possibilità di sviluppo sostenibile delle aziende. Dal lato produttivo, il forte ridimensionamento del mercato immobiliare e i conseguenti elevati livelli di invenduto, un contesto demografico meno favorevole del passato, i problemi di accesso al credito delle generazioni più giovani e degli stranieri (ovvero delle fasce della popolazione che hanno sostenuto la domanda primaria di abitazioni nell'ultimo decennio) spingono verso modelli di cre-

scita dell'intero comparto immobiliare molto diversi dal passato. Vi si associa la crescente attenzione alle tematiche della salvaguardia del paesaggio e delle aree verdi, al miglioramento delle condizioni di sicurezza (come quella sismica e idrogeologica), alla riqualificazione del patrimonio abitativo esistente, al miglioramento dell'efficienza energetica. In questo contesto, le iniziative del settore stanno velocemente evolvendo dall'«offerta di nuove abitazioni» all'«offerta di servizi abitativi». Possono essere fatti rientrare tra questi ultimi sia le nuove e diverse caratteristiche sempre più richieste dal mercato, più attento alle problematiche ambientali, di efficienza energetica, di sicurezza e decoro, sia, ad esempio, la maggiore disponibilità di abitazioni in affitto o anche il *social housing*, ancora molto limitati nel nostro paese. Vanno in questa direzione alcuni dei provvedimenti contenuti nel D.L. 12 settembre 2014, n. 133 volti a stimolare l'attività del comparto, pur con alcuni elementi di criticità<sup>53</sup>.

---

<sup>53</sup> Cfr. a questo riguardo l'intervento alla Commissione 8ª della Camera dei Deputati del Vice Capo del Servizio di Struttura economica della Banca d'Italia del 30 settembre 2014 (Balassone (2014)).

## RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

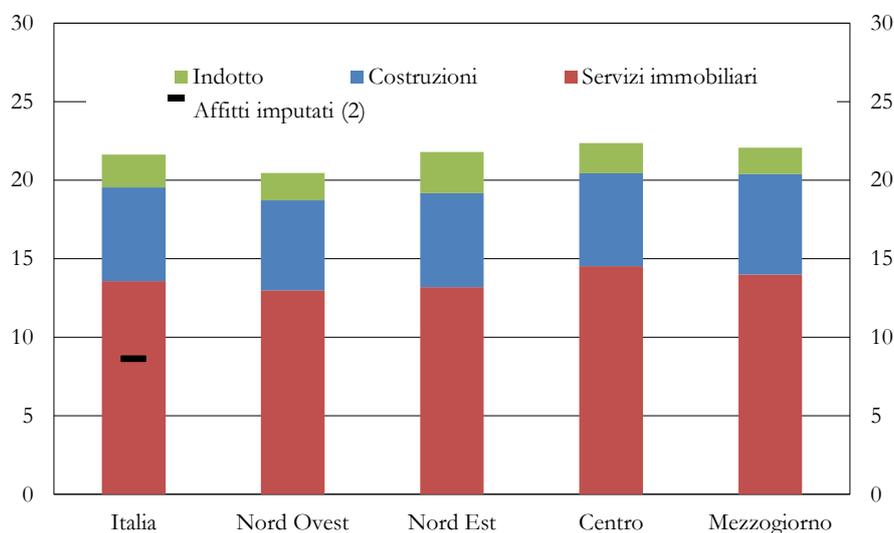
- Accetturo, A., A. Bassanetti, M. Bugamelli, I. Faiella, P. Finaldi Russo, D. Franco, S. Giacomelli, M. Omiccioli (2013), “Il sistema industriale italiano tra globalizzazione e crisi”, Banca d’Italia, *Questioni di economia e finanza* n. 193.
- Albertazzi, U., P.E. Mistrulli e P. Finaldi Russo (2007), “L’indebitamento a medio e a lungo termine delle imprese in Italia”, *Bancaria*, vol. 63, n. 10, pp. 80-90.
- ANCE (2012), *Osservatorio congiunturale sull’industria delle costruzioni*, dicembre.
- ANCE-CRESME (2012), *Lo stato del territorio italiano 2012*, Primo Rapporto, ottobre ([http://www.camera.it/temiap/CRESME\\_rischiosismico.pdf](http://www.camera.it/temiap/CRESME_rischiosismico.pdf))
- Balassone F. (2014), *Conversione in legge del DL 12 settembre 2014, n. 133*, Testimonianza del Vice Capo del Servizio di Struttura economica della Banca d’Italia alla Commissione 8<sup>a</sup> della Camera dei Deputati, Roma 30 settembre 2014.
- Banca d’Italia (2007), *Supplementi al Bollettino Statistico, Indagini campionarie, Indagine sulle imprese industriali e dei servizi*, n. 41, luglio.
- Banca d’Italia (2012a), *Relazione Annuale*, maggio
- Banca d’Italia (2012b), *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 4, novembre.
- Banca d’Italia (2013a), *Relazione Annuale*, maggio.
- Banca d’Italia (2013b), *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 6, novembre.
- Banca d’Italia (2013c), “La ricchezza delle famiglie italiane”, *Supplementi al Bollettino Statistico, Indicatori monetari e finanziari*, n. 65, 12 dicembre 2013.
- Banca d’Italia (2013d), *Supplementi al Bollettino Statistico, Indagini campionarie, Indagine sulle imprese industriali e dei servizi*, n. 38, luglio.
- Banca d’Italia (2014), *Relazione Annuale*, maggio.
- Benvenuti M. e Casolaro L. (2014), “Imprese di costruzione e domanda estera: gli appalti della Banca Mondiale”, Banca d’Italia, *mimeo*.
- Bonaccorsi di Patti E., D’Ignazio A., Gallo M., Micucci G. (2014), “The role of leverage in firm solvency: evidence from bank loans”, Banca d’Italia, *Questioni di economia e finanza* n. 244.
- Chiades P. e Mengotto V. (2013), “Il calo degli investimenti nei Comuni tra Patto di stabilità interno e carenza di risorse”, Banca d’Italia, *Questioni di economia e finanza* n. 210.
- CRESME (2012), *Il mercato delle costruzioni. Lo scenario di medio periodo 2012-2016*.
- CRESME (2013), *Il mercato delle costruzioni. Lo scenario di medio periodo 2013-2017*.
- De Socio A. (2010), “La situazione economico-finanziaria delle imprese italiane nel confronto internazionale”, Banca d’Italia, *Questioni di economia e finanza* n. 66.
- Felici R., Manzoli E. e Pico R. (2012), “La crisi e le famiglie italiane: un’analisi microeconomica dei contratti di mutuo”, Banca d’Italia, *Questioni di economia e finanza* n. 125.
- Giordano C. (2013), “Gli investimenti in costruzioni in Italia: tendenze di medio periodo e prospettive a breve termine”, Banca d’Italia, *mimeo*.
- Gobbi G., Zollino F. (2013), “Tendenze recenti del mercato immobiliare e del credito”, Banca d’Italia, *Le tendenze del mercato immobiliare: l’Italia e il confronto internazionale*, Seminari e convegni, n. 15, luglio.

- ICE (2014), *L'Italia nell'economia internazionale Rapporto ICE 2013-2014*, luglio.
- Magri S. (2006) "Debt maturity of italian firms", Temi di Discussione della Banca d'Italia, n. 574
- Magri S., Pico R., (2012), "L'indebitamento delle famiglie italiane dopo la crisi del 2008", Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza* n. 134
- Montanaro P. (2012), "La spesa per infrastrutture in Italia: dinamica recente, confronto internazionale e divari regionali", QA Rossi Doria, Numero 1 – 2012, pp. 61-92.
- Nobili A., Zollino F. (2012), "A Structural Model for the Housing and Credit Markets in Italy", Temi di Discussione della Banca d'Italia, n. 887.
- Panetta F. et al. (2009), "L'andamento del mercato immobiliare italiano e i riflessi sul sistema finanziario", Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza* n. 59.
- Panetta F., Signoretti F.M. (2010), "Domanda e offerta di credito in Italia durante la crisi finanziaria", Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza* n. 63.
- Vacca V. et al (2013), "L'indebitamento e la vulnerabilità finanziaria delle famiglie nelle regioni italiane", Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza* n. 163.
- Zollino, F (2013), "La stima dei prezzi del settore non residenziale in Italia: una prima analisi basata sul metodo delle transazioni", *Quaderni dell'Osservatorio - Appunti di Economia immobiliare*, OMI, Anno II, Numero 1, luglio.

## APPENDICE STATISTICA

Figura a1

Valore aggiunto della filiera immobiliare nel 2011 (1)  
(valori percentuali)

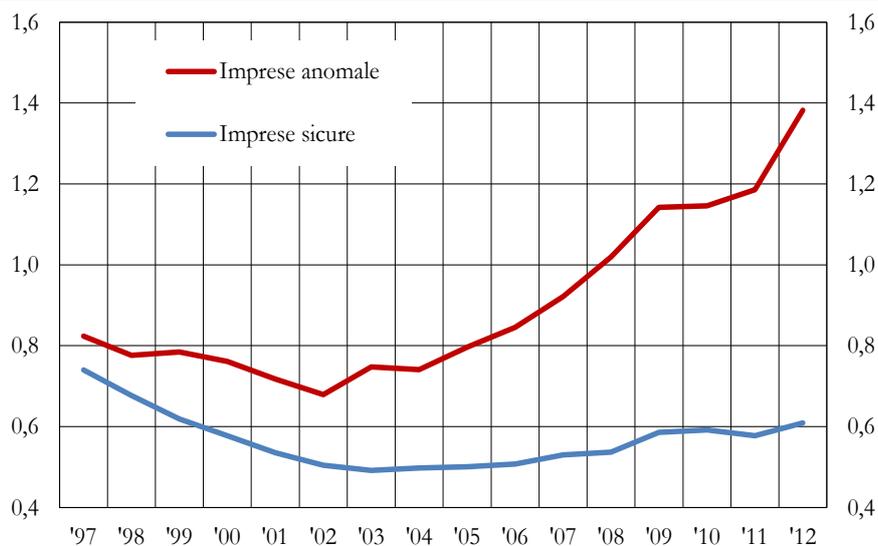


Fonte: elaborazioni su dati Istat, Conti nazionali, Conti territoriali e Statistiche regionali sulla struttura delle imprese. Valore aggiunto ai prezzi base a valori correnti. Cfr. l'Appendice metodologica.

1) Quote dei singoli comparti sul valore aggiunto complessivo. – (2) Il comparto dei servizi immobiliari a livello territoriale comprende il valore imputato contabilmente ai servizi abitativi estratti dalla casa di proprietà, che rappresenta una quota molto significativa del totale: in base ai Conti nazionali annuali, nei quali è disponibile il dettaglio, gli affitti imputati rappresentavano nel 2011 quasi il 64 per cento del totale del valore aggiunto a prezzi correnti.

Figura a2

Indice di invenduto per *score* delle imprese (1)  
(rapporti)



Fonte: Centrale dei bilanci. Rapporto tra rimanenze di immobili e fatturato. Cfr. l'Appendice metodologica.

1) Le imprese sono classificate sulla base dello *z-score* calcolato da Cerved Group sui dati di bilancio del 2012. Si definiscono "sicure" le imprese con *z-score* pari a 1, 2, 3 e 4; "anomale" le imprese con *z-score* pari o superiore a 5.

Tavola a1

PIL e valore aggiunto delle costruzioni (valori percentuali)									
AREE	1999-2007			2007-2012			Quota % sul PIL		
	Var% PIL	Var% VA Costruzioni	Contributo	Var% PIL	Var% VA Costruzioni	Contributo	1999	2007	2012
Nord Ovest	12,9	25,1	1,3	-5,1	-14,1	-0,8	5,0	5,5	5,0
Nord Est	16,0	49,2	2,5	-6,5	-24,3	-1,6	5,2	6,6	5,4
Centro	16,4	10,9	0,7	-6,2	-23,3	-1,4	6,1	5,8	4,8
Mezzogiorno	10,3	16,3	1,0	-9,0	-28,7	-1,9	6,4	6,7	5,3
<b>Italia</b>	<b>13,7</b>	<b>24,5</b>	<b>1,4</b>	<b>-6,6</b>	<b>-22,2</b>	<b>-1,4</b>	<b>5,6</b>	<b>6,1</b>	<b>5,1</b>

Fonte: elaborazioni su dati Istat *Conti territoriali* (novembre 2013).

Tavola a2

Indicatori della domanda e dell'offerta abitativa in Italia nell'ultimo decennio (1) (valori percentuali)					
AREE	Nord Ovest	Nord Est	Centro	Mezzogiorno	Italia
Var. % popolazione residente tra il 2001 e il 2011	5,5	7,5	6,5	0,5	4,3
Var. % numero di famiglie tra il 2001 e il 2011	11,4	15,1	16,1	10,8	12,8
Var. % abitazioni totali tra il 2001 e il 2011	7,6	13,9	6,5	2,5	6,8
di cui: <i>occupate da residenti</i>	<i>10,2</i>	<i>13,5</i>	<i>14,1</i>	<i>9,8</i>	<i>11,5</i>
<i>occupate da non residenti o non occupate</i>	<i>-5,0</i>	<i>14,9</i>	<i>-26,8</i>	<i>-17,6</i>	<i>-11,2</i>
Abitazioni totali/famiglie nel 2001	1,198	1,199	1,214	1,351	1,251
Abitazioni totali/famiglie nel 2011	1,156	1,185	1,107	1,248	1,181
Abitazioni occupate da residenti/famiglie nel 2001	0,994	0,991	0,988	0,995	0,993
Abitazioni occupate da residenti/famiglie nel 2011	0,984	0,978	0,972	0,985	0,981

Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Censimento della popolazione e delle abitazioni* 2001 e 2011.

(1) Dati definitivi per popolazione residente, numero di famiglie e abitazioni occupate da residenti; dati provvisori per abitazioni totali e per quelle occupate da non residenti o non occupate nel 2011, per cui per questi ultimi il confronto con il 2001 potrebbe risultare distorto. I dati provvisori sul numero complessivo di abitazioni del Censimento del 2011 hanno sollevato diverse perplessità: in particolare, l'incremento del numero di abitazioni complessive tra il 2001 e il 2011 risulterebbe notevolmente sottostimato (cfr. al riguardo Cresme (2013)).

**Tavola a3****Addetti alla filiera delle costruzioni nel 2011 per classe di addetti (1)***(valori percentuali)*

AREE	1-9	10-19	20-49	50 e più	Totale
Nord Ovest	62,9	13,2	10,3	13,7	100,0
Nord Est	58,1	13,7	11,1	17,1	100,0
Centro	66,2	14,3	9,5	9,9	100,0
Mezzogiorno	67,2	13,9	9,9	9,0	100,0
Italia	63,3	13,7	10,2	12,7	100,0

Fonte: elaborazioni su dati Istat, 9° Censimento generale dell'industria e dei servizi. Cfr. l'Appendice metodologica.

**Tavola a4****Addetti alla filiera delle costruzioni nel 2011 per comparto (1)***(valori percentuali)*

AREE	Costruzione di edifici	OOPP	Servizi immobiliari	Indotto	Totale filiera
Nord Ovest	8,5	0,5	1,9	3,5	14,4
Nord Est	8,9	0,6	2,2	5,2	16,9
Centro	8,4	0,5	1,7	3,2	13,8
Mezzogiorno	11,4	0,8	0,9	4,3	17,4
Italia	9,2	0,6	1,7	4,0	15,5

Fonte: elaborazioni su dati Istat, 9° Censimento generale dell'industria e dei servizi. Cfr. l'Appendice metodologica.

**Tavola a5****Dinamica del fatturato delle imprese della filiera***(valori percentuali)*

PERIODI	Nord Ovest	Nord Est	Centro	Mezzogiorno	Italia
1997 - 2007	83,3	88,1	79,6	66,1	81,5
2007 - 2012	-25,2	-17,1	-19,8	-22,4	-21,3

Fonte: elaborazioni su dati Cerved Group. Cfr. l'Appendice metodologica.

**Indici di redditività e di struttura finanziaria  
delle imprese della filiera immobiliare per comparto (1)**  
(valori percentuali)

SETTORI	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>ROE</b>										
Costruzioni (comprese OOPP)	2,8	4,1	5,7	8,9	7,5	2,9	2,1	0,9	-3,7	-5,4
Servizi immobiliari	3,6	5,9	5,1	5,1	3,3	0,6	0,2	-0,1	-0,4	-2,0
Indotto	4,2	8,0	5,6	6,9	7,8	2,0	-2,3	-0,9	-2,5	-6,0
Totale filiera	3,6	5,9	5,4	6,4	5,2	1,4	0,2	0,0	-1,5	-3,4
<b>Margine operativo lordo/attivo</b>										
Costruzioni (comprese OOPP)	4,6	4,9	4,9	5,3	5,5	4,9	4,2	3,8	3,6	3,0
Servizi immobiliari	4,7	4,9	4,5	4,4	3,9	3,4	3,1	2,8	3,0	2,8
Indotto	9,8	9,4	8,8	9,0	9,1	6,6	5,1	4,6	4,5	3,8
Totale filiera	5,8	5,9	5,6	5,8	5,8	4,8	4,0	3,7	3,6	3,1
<b>Leverage</b>										
Costruzioni (comprese OOPP)	69,7	69,9	70,2	69,2	71,7	70,7	70,9	70,6	70,1	70,0
Servizi immobiliari	62,1	61,0	59,5	60,4	61,4	53,7	53,3	53,8	54,2	53,4
Indotto	47,8	46,6	45,8	46,5	48,7	47,3	47,2	47,3	48,5	48,8
Totale filiera	62,2	61,2	60,6	60,7	62,7	58,5	58,5	58,6	58,7	58,2
<b>Oneri finanziari/Margine operativo lordo</b>										
Costruzioni (comprese OOPP)	40,5	35,8	36,2	33,9	38,8	46,9	40,0	35,9	41,9	52,2
Servizi immobiliari	42,0	37,9	37,0	42,1	52,8	59,1	46,2	41,5	42,8	44,5
Indotto	17,3	15,5	15,9	16,8	19,7	28,9	28,0	25,5	30,4	38,3
Totale filiera	32,0	29,2	29,8	29,9	35,0	44,4	38,4	34,6	39,3	46,9
<b>ROA</b>										
Costruzioni (comprese OOPP)	3,6	3,9	4,2	4,4	4,9	4,3	3,3	3,0	2,6	2,1
Servizi immobiliari	4,3	4,0	3,9	4,2	3,9	3,4	2,2	2,1	2,1	1,7
Indotto	5,7	5,7	5,5	6,4	6,5	4,5	2,4	2,3	2,2	1,6
Totale filiera	4,3	4,2	4,2	4,6	4,7	3,9	2,7	2,5	2,3	1,9
<b>Margine operativo lordo/fatturato</b>										
Costruzioni (comprese OOPP)	7,1	7,3	7,6	7,9	8,3	8,0	7,6	7,1	6,7	6,3
Servizi immobiliari	22,2	22,3	19,9	20,0	20,2	22,0	22,4	22,3	24,2	23,5
Indotto	11,4	10,9	10,3	10,4	10,3	8,1	7,5	6,9	6,4	5,7
Totale filiera	10,0	9,9	9,7	9,9	10,0	9,3	8,8	8,2	7,9	7,5
<b>Debiti finanziari/ fatturato</b>										
Costruzioni (comprese OOPP)	62,9	62,8	66,8	62,8	67,0	75,2	83,8	83,6	83,7	92,8
Servizi immobiliari	263,6	246,5	233,2	245,6	277,2	315,6	358,8	395,4	429,6	458,3
Indotto	35,2	33,2	33,9	32,8	34,6	38,4	46,8	46,0	45,5	48,2
Totale filiera	87,9	85,5	88,3	88,0	93,1	103,9	119,4	122,4	123,3	134,2
<b>Liquidità immediata/Passivo a breve</b>										
Costruzioni (comprese OOPP)	0,66	0,68	0,70	0,71	0,69	0,68	0,66	0,68	0,68	0,68
Servizi immobiliari	0,53	0,57	0,59	0,59	0,56	0,58	0,60	0,59	0,59	0,58
Indotto	0,97	0,99	1,00	0,99	0,98	0,96	0,98	0,97	0,93	0,94
Totale filiera	0,68	0,70	0,72	0,72	0,70	0,70	0,69	0,70	0,70	0,69
<b>Rimanenze/Fatturato (2)</b>										
Costruzioni (escluse OOPP)	0,66	0,68	0,70	0,73	0,78	0,87	1,01	1,02	1,04	1,14
Servizi immobiliari	1,84	1,74	1,59	1,75	1,96	2,31	2,71	2,87	3,02	1,68
Totale filiera (2)	0,94	0,92	0,92	0,97	1,03	1,16	1,32	1,34	1,37	1,50

Fonte: elaborazioni su dati Cerved Group. Cfr. l'Appendice metodologica.

(1) Valori medi ponderati. - (2) Imprese delle costruzioni non opere pubbliche e dei servizi immobiliari.

Tavola a7

**Indici di redditività e di struttura finanziaria  
delle imprese della filiera immobiliare per macroarea (1)**

*(valori percentuali)*

AREE	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>ROE</b>										
Nord Ovest	4,0	4,8	5,1	5,7	5,7	0,9	0,3	0,4	-1,2	-2,7
Nord Est	4,4	6,1	5,0	5,6	5,3	2,1	-0,6	-0,6	-0,8	-4,3
Centro	1,5	8,6	7,4	7,2	5,0	1,8	0,8	-0,3	-3,3	-3,5
Mezzogiorno	3,5	4,0	2,6	9,0	3,7	0,0	0,5	0,8	-0,7	-3,3
Italia	3,6	5,9	5,4	6,4	5,2	1,4	0,2	0,0	-1,5	-3,4
<b>Margine operativo lordo/attivo</b>										
Nord Ovest	6,0	6,4	6,2	6,4	6,3	5,1	4,2	3,8	3,9	3,3
Nord Est	7,0	6,4	6,1	6,2	6,2	5,0	3,9	3,6	3,6	2,9
Centro	4,6	5,1	4,9	5,2	5,1	4,2	3,9	3,4	3,1	2,9
Mezzogiorno	5,0	5,3	4,8	5,1	5,4	4,9	4,2	4,2	3,7	3,4
Italia	5,8	5,9	5,6	5,8	5,8	4,8	4,0	3,7	3,6	3,1
<b>Leverage</b>										
Nord Ovest	62,8	62,7	61,1	62,6	64,2	59,0	58,3	58,0	58,4	58,0
Nord Est	59,4	59,4	58,1	59,9	60,2	55,8	56,9	57,1	56,3	56,5
Centro	63,2	60,1	61,1	57,2	61,8	59,5	59,0	59,7	60,7	59,4
Mezzogiorno	64,6	63,3	63,9	63,9	64,9	61,0	61,5	61,5	61,6	60,3
Italia	62,2	61,2	60,6	60,7	62,7	58,5	58,5	58,6	58,7	58,2
<b>Oneri finanziari/Margine operativo lordo</b>										
Nord Ovest	32,6	27,8	27,9	29,2	34,2	44,5	38,2	34,1	37,6	45,1
Nord Est	24,4	23,7	24,6	27,0	32,6	41,9	37,4	33,1	37,3	48,5
Centro	42,6	38,3	39,0	34,8	40,9	51,2	40,7	40,3	47,0	51,6
Mezzogiorno	30,4	27,0	28,3	29,3	32,7	38,1	36,8	30,2	35,9	41,5
Italia	32,0	29,2	29,8	29,9	35,0	44,4	38,4	34,6	39,3	46,9
<b>ROA</b>										
Nord Ovest	4,7	4,4	4,5	5,0	5,0	4,1	2,8	2,5	2,5	2,2
Nord Est	4,9	4,4	4,4	4,7	4,9	4,0	2,5	2,3	2,3	1,4
Centro	3,5	3,8	4,2	4,3	4,4	3,8	2,8	2,5	2,0	1,7
Mezzogiorno	3,2	3,4	3,3	3,9	3,7	3,5	2,8	2,7	2,3	1,8
Italia	4,3	4,2	4,2	4,6	4,7	3,9	2,7	2,5	2,3	1,9
<b>Margine operativo lordo/fatturato</b>										
Nord Ovest	9,9	10,0	10,0	10,4	10,7	9,8	9,3	8,8	8,6	8,0
Nord Est	10,2	9,4	9,1	9,3	9,4	8,4	7,5	6,9	7,0	6,0
Centro	10,7	10,8	10,9	10,6	10,1	9,7	9,8	8,8	7,8	8,3
Mezzogiorno	8,9	9,0	8,3	8,8	9,4	9,2	8,7	8,9	8,2	8,0
Italia	10,0	9,9	9,7	9,9	10,0	9,3	8,8	8,2	7,9	7,5
<b>Debiti finanziari/ fatturato</b>										
Nord Ovest	92,1	88,1	89,8	96,4	103,5	116,0	134,7	140,5	140,9	152,6
Nord Est	69,0	70,0	71,6	74,9	78,9	87,8	105,2	104,4	103,1	111,1
Centro	120,6	111,8	119,8	102,8	106,6	120,5	132,2	137,5	141,0	157,0
Mezzogiorno	70,4	66,7	67,8	70,4	74,8	81,5	91,4	94,0	96,7	104,4
Italia	87,9	85,5	88,3	88,0	93,1	103,9	119,4	122,4	123,3	134,2

(continua)

	<b>Liquidità immediata/Passivo a breve</b>									
Nord Ovest	0,67	0,70	0,73	0,72	0,70	0,70	0,69	0,68	0,67	0,66
Nord Est	0,68	0,69	0,69	0,69	0,68	0,67	0,66	0,68	0,68	0,68
Centro	0,69	0,74	0,77	0,77	0,74	0,73	0,74	0,74	0,75	0,74
Mezzogiorno	0,67	0,66	0,68	0,69	0,68	0,68	0,67	0,69	0,69	0,70
Italia	0,68	0,70	0,72	0,72	0,70	0,70	0,69	0,70	0,70	0,69
	<b>Rimanenze/Fatturato (2)</b>									
Nord Ovest	1,01	0,95	0,94	0,98	1,10	1,23	1,45	1,46	1,52	1,68
Nord Est	0,89	0,89	0,89	0,95	1,01	1,15	1,31	1,28	1,29	1,37
Centro	0,92	0,96	0,96	1,02	1,03	1,17	1,29	1,35	1,39	1,51
Mezzogiorno	0,88	0,87	0,87	0,89	0,94	1,00	1,12	1,16	1,18	1,30
Italia	0,94	0,92	0,92	0,97	1,03	1,16	1,32	1,34	1,37	1,50

Fonte: elaborazioni su dati Cerved Group. Cfr. *l'Appendice metodologica*.

(1) Valori medi ponderati. – (2) Imprese delle costruzioni non opere pubbliche e dei servizi immobiliari.

Tavola a8

**Indici di redditività e di struttura finanziaria  
delle imprese della filiera immobiliare per dimensione (1)**  
*(valori percentuali)*

AREE	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>ROE</b>										
Micro	1,7	2,5	3,4	4,6	4,7	2,2	0,0	0,8	0,0	-2,6
Piccole	5,0	4,9	5,0	6,0	5,7	2,2	0,6	0,5	-0,5	-2,9
Medie	4,1	3,7	5,6	6,0	5,0	1,8	-0,4	-0,7	-2,2	-4,9
Grandi	3,1	8,6	6,0	7,0	5,4	0,4	0,4	-0,1	-2,1	-3,0
Totale	3,6	5,9	5,4	6,4	5,2	1,4	0,2	0	-1,5	-3,4
<b>Margine operativo lordo/attivo</b>										
Micro	7,6	7,4	7,4	8,1	8,4	7,3	6,1	6,0	5,8	5,2
Piccole	6,4	6,2	6,1	6,3	6,6	5,6	4,5	4,2	4,1	3,5
Medie	5,6	5,8	5,7	5,5	5,6	4,6	3,8	3,5	3,3	2,7
Grandi	5,0	5,1	4,7	4,9	4,6	3,9	3,3	2,9	2,8	2,6
Totale	5,8	5,9	5,6	5,8	5,8	4,8	4,0	3,7	3,6	3,1
<b>Leverage</b>										
Micro	67,5	68,4	68,1	68,7	69,1	66,9	66,4	65,6	64,4	63,0
Piccole	67,4	68,4	68,3	69,7	70,9	63,7	63,4	63,2	62,8	61,8
Medie	65,1	65,7	63,7	65,3	67,0	58,7	58,8	59,2	59,9	59,7
Grandi	56,6	53,3	53,2	50,4	53,2	52,5	52,2	52,5	53,2	53,0
Totale	62,2	61,2	60,6	60,7	62,7	58,5	58,5	58,6	58,7	58,2
<b>Oneri finanziari/Margine operativo lordo</b>										
Micro	25,9	24,3	23,4	22,1	24,3	29,6	28,0	23,2	24,7	29,7
Piccole	28,6	27,3	27,2	28,3	32,6	40,0	35,8	30,9	34,5	42,3
Medie	32,1	28,3	27,8	32,1	38,5	47,2	39,1	35,0	43,0	54,2
Grandi	36,6	32,6	35,3	33,3	40,0	52,9	45,2	43,6	48,9	54,9
Totale	32,0	29,2	29,8	29,9	35,0	44,4	38,4	34,6	39,3	46,9
<b>ROA</b>										
Micro	4,2	4,1	4,3	5,1	5,3	4,5	3,4	3,4	3,3	2,6
Piccole	4,3	4,0	4,1	4,5	4,8	4,1	2,8	2,5	2,4	1,8
Medie	4,4	4,1	4,0	4,4	4,5	3,8	2,4	2,2	1,9	1,2
Grandi	4,2	4,3	4,4	4,6	4,5	3,7	2,6	2,4	2,1	2,1
Totale	4,3	4,2	4,2	4,6	4,7	3,9	2,7	2,5	2,3	1,9
<b>Margine operativo lordo/fatturato</b>										
Micro	8,7	8,5	8,7	9,6	10,0	9,0	8,2	8,2	8,1	7,4
Piccole	8,9	8,7	8,7	9,2	9,7	9,0	8,5	8,2	8,0	7,5
Medie	9,2	9,5	9,4	9,4	9,6	9,1	9,1	8,6	8,1	7,6
Grandi	12,4	11,8	11,3	11,2	10,5	9,7	9,3	8,1	7,5	7,4
Totale	10	9,9	9,7	9,9	10	9,3	8,8	8,2	7,9	7,5
<b>Debiti finanziari/ fatturato</b>										
Micro	74,4	76,4	77,7	80,1	82,5	84,4	90,3	91,7	91,4	94,9
Piccole	77,1	80,7	83,2	87,5	93,7	104,0	121,1	126,2	128,9	140,5
Medie	79,9	80,5	81,6	86,8	92,2	107,2	130,9	138,3	142,1	161,9
Grandi	110,9	96,9	102,0	93,2	98,4	110,8	125,5	124,5	122,3	131,8
Totale	87,9	85,5	88,3	88	93,1	103,9	119,4	122,4	123,3	134,2

(continua)

	Liquidità immediata/Passivo a breve									
Micro	0,64	0,65	0,67	0,68	0,69	0,68	0,68	0,70	0,72	0,73
Piccole	0,60	0,60	0,61	0,62	0,61	0,59	0,58	0,60	0,60	0,60
Medie	0,69	0,69	0,70	0,70	0,69	0,67	0,65	0,66	0,64	0,64
Grandi	0,75	0,83	0,87	0,86	0,81	0,82	0,83	0,82	0,81	0,79
Totale	0,68	0,7	0,72	0,72	0,7	0,7	0,69	0,7	0,7	0,69
	Rimanenze/Fatturato (2)									
Micro	0,79	0,80	0,81	0,83	0,86	0,93	1,00	1,00	0,99	1,01
Piccole	0,96	0,98	1,00	1,04	1,09	1,25	1,48	1,51	1,53	1,67
Medie	0,99	0,99	1,03	1,08	1,21	1,38	1,61	1,70	1,77	2,10
Grandi	1,01	0,90	0,82	0,88	0,92	1,00	1,09	1,07	1,14	1,22
Totale	0,94	0,92	0,92	0,97	1,03	1,16	1,32	1,34	1,37	1,5

Fonte: elaborazioni su dati Cerved Group. Cfr. l'Appendice metodologica.

(1) Valori medi ponderati. – (2) Imprese delle costruzioni non opere pubbliche e dei servizi immobiliari.

**Distribuzione degli indici di bilancio  
per la filiera immobiliare italiana**

*(valori percentuali)*

INDICATORI	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>ROE</b>										
media	3,6	5,9	5,4	6,4	5,2	1,4	0,2	0,0	-1,5	-3,4
mediana	5,2	6,2	6,5	6,9	6,9	4,9	3,8	4,0	3,6	2,4
25° percentile	-5,8	-3,8	-3,0	-3,4	-3,6	-5,5	-5,4	-3,8	-4,0	-6,1
75° percentile	21,5	23,7	24,8	26,9	26,3	23,1	20,1	19,8	18,2	14,8
<b>Margine operativo lordo/attivo</b>										
media	5,8	5,9	5,6	5,8	5,8	4,8	4,0	3,7	3,6	3,1
mediana	7,7	7,5	7,5	7,9	8,0	6,9	5,8	5,7	5,7	5,2
25° percentile	2,4	2,4	2,4	2,7	2,8	2,1	1,4	1,4	1,4	1,0
75° percentile	15,0	14,8	14,8	15,6	15,9	14,3	12,9	12,7	12,6	11,8
<b>Leverage</b>										
media	62,2	61,2	60,6	60,7	62,7	58,5	58,5	58,6	58,7	58,2
mediana	63,7	65,8	65,9	66,8	67,4	63,7	62,9	62,0	60,2	57,2
25° percentile	15,8	19,7	19,8	20,9	21,8	19,4	19,2	19,1	17,0	14,8
75° percentile	88,5	89,1	89,0	89,3	89,7	88,8	88,4	87,7	87,0	85,7
<b>Oneri finanziari/Margine operativo lordo</b>										
media	32,0	29,2	29,8	29,9	35,0	44,4	38,4	34,6	39,3	46,9
mediana	25,4	24,8	24,0	23,8	26,8	32,6	30,1	25,0	27,3	31,6
25° percentile	9,4	9,1	8,5	8,3	8,9	10,5	9,7	8,3	8,8	9,9
75° percentile	70,8	66,7	65,6	64,7	73,3	94,6	100,0	91,7	100,0	128,3
<b>ROA</b>										
media	4,3	4,2	4,2	4,6	4,7	3,9	2,7	2,5	2,3	1,9
mediana	3,7	3,7	3,8	4,2	4,4	3,9	2,9	2,7	2,7	2,3
25° percentile	0,6	0,7	0,7	1,0	1,1	0,8	0,3	0,3	0,3	-0,2
75° percentile	8,1	8,2	8,3	9,1	9,2	8,2	6,8	6,7	6,6	5,9
<b>Margine operativo lordo/fatturato</b>										
media	10,0	9,9	9,7	9,9	10,0	9,3	8,8	8,2	7,9	7,5
mediana	9,0	9,0	9,2	10,1	10,4	9,8	9,4	9,4	9,4	9,1
25° percentile	3,5	3,5	3,7	4,2	4,4	3,6	3,0	3,1	3,2	2,4
75° percentile	18,8	18,5	18,8	20,2	20,8	20,4	20,3	20,4	21,1	21,2
<b>Debiti finanziari/ fatturato</b>										
media	87,9	85,5	88,3	88,0	93,1	103,9	119,4	122,4	123,3	134,2
mediana	48,0	52,5	55,6	59,6	63,9	72,4	80,6	82,8	81,5	84,0
25° percentile	6,5	7,9	8,2	9,1	9,7	11,0	12,0	11,9	10,9	10,4
75° percentile	331,1	348,5	355,3	370,6	390,8	433,9	500,7	546,9	566,7	607,4
<b>Liquidità immediata/Passivo a breve</b>										
media	0,68	0,70	0,72	0,72	0,70	0,70	0,69	0,70	0,70	0,69
mediana	0,78	0,79	0,81	0,83	0,83	0,81	0,81	0,83	0,85	0,86
25° percentile	0,31	0,31	0,32	0,33	0,32	0,30	0,29	0,31	0,31	0,31
75° percentile	1,31	1,36	1,39	1,41	1,44	1,43	1,45	1,50	1,53	1,59

(continua)

	Rimanenze/Fatturato (1)									
media	0,94	0,92	0,92	0,97	1,03	1,16	1,32	1,34	1,37	1,50
mediana	0,82	0,82	0,86	0,92	0,99	1,06	1,19	1,18	1,18	1,22
25° percentile	0,16	0,17	0,17	0,18	0,19	0,20	0,20	0,19	0,18	0,16
75° percentile	2,91	2,85	2,88	3,03	3,34	4,09	5,24	5,84	6,29	7,29

Fonte: elaborazioni su dati Cerved Group. Cfr. *L'Appendice metodologica*.

(1) Imprese delle costruzioni non opere pubbliche e dei servizi immobiliari.

**Tavola a10**

**Media ponderata degli indici di bilancio  
per le imprese entro il 25° e oltre il 75° percentile della distribuzione  
(valori percentuali)**

PERCENTILI	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>ROE (media semplice)</b>										
25° perc.le	-133,4	-115,5	-113,5	-113,7	-115,5	-133,6	-125,8	-115,1	-124,7	-127,2
75° perc.le	74,8	75,5	75,1	80,6	80,0	73,6	66,5	66,3	61,3	50,8
<b>Margine operativo lordo/attivo</b>										
25° perc.le	-22,4	-21,1	-21,2	-16,7	-15,1	-28,0	-42,3	-46,9	-58,0	-64,7
75° perc.le	310,1	318,0	341,0	415,1	435,2	444,8	398,6	469,8	487,7	467,5
<b>Leverage</b>										
25° perc.le	3,8	5,2	5,4	6,7	5,7	5,8	6,0	6,1	5,0	3,7
75° perc.le	95,9	95,9	95,7	95,8	96,0	95,8	95,6	95,4	95,2	94,5
<b>Oneri finanziari/Margine operativo lordo</b>										
25° perc.le	4,2	3,7	3,3	3,3	3,5	3,9	3,6	3,0	3,3	3,3
75° perc.le (1)	::	::	::	::	::	::	::	::	::	::
<b>Roa (media semplice)</b>										
25° perc.le	-10,7	-12,9	-9,6	-9,5	-11,7	-11,1	-11,3	-11,7	-10,1	-10,6
75° perc.le	18,9	21,0	19,8	21,8	22,3	20,7	18,4	18,4	18,1	16,5
<b>Margine operativo lordo/fatturato</b>										
25° perc.le	-5,0	-3,5	-3,3	-2,5	-2,2	-4,0	-5,8	-5,7	-6,3	-7,6
75° perc.le	37,7	36,0	36,1	37,2	37,1	38,3	38,7	39,7	42,2	43,3
<b>Debiti finanziari/ fatturato</b>										
25° perc.le	1,7	2,2	2,3	2,5	2,8	3,1	3,7	3,7	3,3	3,1
75° perc.le	1028,1	993,4	821,5	992,4	1062,3	1158,6	1238,0	1368,7	1404,1	1501,1
<b>Liquidità immediata/Passivo a breve</b>										
25° perc.le	3,8	5,2	5,4	6,7	5,7	5,8	6,0	6,1	5,0	3,7
75° perc.le	95,9	95,9	95,7	95,8	96,0	95,8	95,6	95,4	95,2	94,5
<b>Rimanenze/Fatturato (2)</b>										
25° perc.le	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
75° perc.le	8,0	7,1	7,2	7,7	8,7	10,5	14,3	16,2	17,3	19,8

Fonte: elaborazioni su dati Cerved Group. Cfr. *L'Appendice metodologica*.

(1) L'indicatore assume valori negativi per via del MOL in media negativo delle imprese ricomprese nel quartile. - (2) Imprese delle costruzioni non opere pubbliche e dei servizi immobiliari.

**Tavola a11**

<b>Imprese con indici di bilancio anomali</b> (quote percentuali)										
CARATTERISTICHE D'IMPRESA	Italia		Nord Ovest		Nord Est		Centro		Mezzogiorno	
	2007	2012	2007	2012	2007	2012	2007	2012	2007	2012
<b>Percentuale di imprese</b>										
MOL < 0	14,1	19,9	13,7	20,1	14,0	20,4	14,5	19,2	14,6	17,5
Oneri finanziari /MOL > 50%	30,7	34,5	31,7	36,0	35,0	37,1	30,1	34,7	27,0	29,7
Finanziariamente fragili (1)	42,9	47,4	46,7	51,6	47,5	50,7	43,7	48,1	31,9	36,4
Elevati livelli di in- venduto (2)	48,5	53,2	51,0	56,5	54,0	56,5	46,0	50,3	40,3	45,5

Fonte: elaborazioni su dati Cerved Group. Cfr. l'Appendice metodologica.

(1) Imprese che presentano un rapporto tra debiti finanziari e fatturato superiore a uno. – (2) Imprese con un rapporto tra rimanenze di immobili e fabbricati in costruzione e ricavi netti maggiore di uno.

**Tavola a12**

<b>Composizione dei prestiti alla filiera per categoria di ente erogante (1)</b> (valori percentuali)									
CATEGORIA DI ENTE	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Primi cinque gruppi	48,5	49,0	48,0	45,5	44,3	43,8	44,6	44,1	43,9
Banche grandi e medie	13,0	13,3	13,6	14,5	15,4	16,1	16,4	16,9	16,9
Banche piccole e minori	15,2	16,1	16,9	18,0	18,7	18,7	18,5	18,8	19,0
Fil.e filiazioni di banche estere	9,3	8,9	9,0	9,2	9,0	8,8	8,7	8,5	8,4
Società finanziarie	14,0	12,6	12,4	12,8	12,7	12,6	11,8	11,7	11,8

Fonte: Centrale dei rischi. Cfr. l'Appendice metodologica.

1) I prestiti comprendono le sofferenze e i passaggi a perdita. I prestiti delle banche comprendono le cartolarizzazioni. Le società finanziarie non includono le società veicolo

Tavola a13

**Forma tecnica e durata dei prestiti alla filiera immobiliare nel 2013 (1)**  
(valori percentuali)

CATEGORIA DI ENTE	A scadenza	A revoca	Autoliquidanti	A breve	A medio lungo
<b>Categoria di ente</b>					
Primi cinque gruppi	7,6	10,3	82,2	23,0	77,0
Banche grandi e medie	5,6	17,9	76,5	28,2	71,8
Banche piccole e minori	6,3	21,9	71,8	30,9	69,1
Fil.e filiazioni di banche estere	4,5	4,4	91,1	16,5	83,5
Società finanziarie	8,4	0,6	91,0	10,8	89,2
<b>Area geografica</b>					
Nord Ovest	6,3	12,2	81,5	22,8	77,2
Nord Est	8,1	14,1	77,8	28,0	72,0
Centro	5,6	10,8	83,6	20,3	79,7
Mezzogiorno	8,3	12,9	78,8	24,1	75,9
<b>Comparto di attività</b>					
Costruzioni	7,3	16,1	76,6	27,8	72,2
OOPP	20,5	12,1	67,4	41,4	58,6
Servizi immobiliari	0,3	9,3	90,4	13,4	86,6
Indotto	30,5	9,4	60,1	45,9	54,1
<b>Dimensione di impresa</b>					
Imprese grandi	7,0	12,3	80,7	24,0	76,0
Imprese piccole	5,4	13,9	80,7	21,8	78,2
<b>Totale</b>					
Filiera immobiliare	6,8	12,5	80,7	23,7	76,3

Fonte: Centrale dei rischi. Cfr. l'Appendice metodologica.

(1) Il credito viene misurato dall'utilizzato di cassa comprensivo delle sofferenze e dei passaggi a perdita.

Tavola a14

**Quota dei prestiti garantiti alla filiera immobiliare (1)**  
(valori percentuali)

CATEGORIA DI ENTE	2007	2013
Primi cinque gruppi	54,6	62,3
Banche grandi e medie	57,8	67,9
Banche piccole e minori	61,4	70,8
Fil.e filiazioni di banche estere	66,3	69,7
Società finanziarie	10,2	12,0

Fonte: Centrale dei rischi. Cfr. l'Appendice metodologica.

1) I prestiti comprendono le sofferenze e i passaggi a perdita. I prestiti delle banche comprendono le cartolarizzazioni. Le società finanziarie non includono le società veicolo.

Tavola a15

<b>Prestiti deteriorati delle imprese della filiera immobiliare</b> (percentuale sul totale dei prestiti)						
CATEGORIA DI ENTE	2007			2013		
	Scaduti	Incagli e ristrutturati	Sofferenze	Scaduti	Incagli e ristrutturati	Sofferenze
<b>Categoria di ente</b>						
Primi cinque gruppi	9,4	1,5	2,1	23,2	14,0	3,6
Banche grandi e medie	4,1	1,8	2,2	16,0	14,0	4,4
Banche piccole e minori	2,8	2,2	2,3	16,4	13,6	4,0
Fil.e filiazioni di banche estere	6,2	1,5	2,0	16,2	10,3	3,3
Società finanziarie	21,7	2,0	1,8	28,6	10,2	3,2
<b>Dimensione di impresa</b>						
Imprese grandi	8,0	1,7	2,1	20,1	13,9	3,9
Imprese piccole	13,4	2,3	2,4	26,0	8,2	3,0
<b>Comparto di attività</b>						
Costruzioni	12,8	1,8	2,1	26,9	14,2	4,3
OOPP	12,9	0,9	1,6	19,1	10,3	1,5
Servizi immobiliari	4,0	1,9	2,4	13,6	13,0	3,9
Indotto	8,2	1,1	1,1	21,5	9,8	1,4
<b>Totale</b>						
Filiera immobiliare	8,7	1,7	2,1	20,8	13,2	3,8

Fonte: Centrale dei rischi. Cfr. l'Appendice metodologica.

Tavola a16

<b>Tassi sui nuovi prestiti a medio e lungo termine alla filiera immobiliare (1) (2)</b> (valori percentuali)									
VOCI	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Dimensione di impresa</b>									
Grandi	3,96	4,92	5,98	6,13	3,29	3,19	4,29	4,58	4,13
Piccole (3)	4,06	5,10	6,05	6,26	3,36	3,36	4,92	5,12	4,81
Totale filiera (2)	3,97	4,93	5,98	6,15	3,30	3,21	4,35	4,62	4,18
<b>Categoria di ente</b>									
Primi 5 gruppi	4,08	4,90	5,96	6,09	3,23	3,26	4,42	4,78	4,36
Fil. e filiazioni di banche estere	3,83	4,93	6,01	5,71	3,38	3,20	4,32	3,87	3,88
Banche grandi e medie	3,82	5,07	6,03	6,28	3,27	3,08	4,18	4,57	3,80
Banche piccole e minori	3,88	4,91	6,04	6,36	3,50	3,26	4,40	4,54	4,55
Totale filiera (2)	3,97	4,93	5,98	6,15	3,30	3,21	4,35	4,62	4,18

Fonte: Centrale dei Rischi. Cfr. l'Appendice metodologica.

(1) TAEG sulle nuove erogazioni nell'ultimo trimestre di ogni anno considerato. – (2) La filiera immobiliare comprende le costruzioni e i servizi immobiliari. – (3) Sono considerate piccole imprese le società in accomandita semplice e in nome collettivo, le società semplici, le società di fatto e le imprese individuali con meno di 20 addetti.

Tavola a17

Distribuzione delle variabili utilizzate per stimare la probabilità di insolvenza						
VOCI	N. osservazioni	media	std. dev	mediana	min	max
Imprese in crisi	80.477	0,27	0,44	0,00	0	1
Totale attivo	80.477	3404	32517	1218	3	7.361.651
Anni di attività	80.477	14,95	6,94	12,00	1	25
<i>Leverage</i>	62.300	66,79	30,54	77,48	0	100
OF/MOL (1)	42.964	38,89	58,88	22,04	0,5	423
ROA	79.932	5,47	9,50	4,33	-246,1	297

Fonte: elaborazioni su dati Cerved Group e Centrale dei rischi. Cfr. l'Appendice metodologica.

(1) La distribuzione della variabile OF\_MOL è ottenuta dalla winsorizzazione al 1o e al 99° percentile.

## APPENDICE METODOLOGICA

### La definizione di filiera immobiliare

Per l'individuazione della filiera immobiliare è stato utilizzato il concetto di connessione economica al settore delle costruzioni. Questo è stato determinato in due passi successivi. In primo luogo, partendo dalle tavole input-output per branca pubblicate dall'Istat nell'ottobre del 2011, sono stati individuati i settori di attività Ateco2002 a due cifre la cui produzione nel 2005 (ultimo anno disponibile) era destinata in misura rilevante al settore delle costruzioni. Successivamente, utilizzando la classificazione Ateco2007, sono stati individuati i sottoinsiemi più specifici di attività economica da ricomprendere nella filiera del settore. Tale analisi ha portato all'individuazione di tre diversi livelli di filiera: il primo è rappresentato dalle attività di costruzione sia di edifici privati (codici 41 e 43 dell'Ateco2007) sia delle opere pubbliche (OOPP; codice 42); il secondo raggruppa i servizi immobiliari (codice 68); il terzo è dato dall'indotto, che comprende le sottocategorie indicate nella tavola seguente:

ATECO 2007	Denominazione
081	Estrazione di pietre ornamentali e da costruzione, calcare, pietra da gesso, creta e ardesia (Intero gruppo Ateco)
089901	Estrazione di asfalto e bitume naturale
089909	Estrazione di pomice e di altri minerali nca
099	Attività di supporto per l'estrazione da cave e miniere di altri minerali (Intero gruppo Ateco)
162200	Fabbricazione di pavimenti in parquet assemblato
1623	Fabbricazione di altri prodotti di carpenteria in legno e falegnameria per l'edilizia (intera classe Ateco)
231100	Fabbricazione di vetro piano
231200	Lavorazione e trasformazione del vetro piano
231400	Fabbricazione di fibre di vetro
232000	Fabbricazione di prodotti refrattari
233	Fabbricazione di materiali da costruzione in terracotta (intero gruppo Ateco)
234200	Fabbricazione di articoli sanitari in ceramica
235	Produzione di cemento, calce e gesso (intero gruppo Ateco)
236	Fabbricazione di prodotti in calcestruzzo, cemento e gesso (intero gruppo Ateco)
237	Taglio, modellatura e finitura di pietre (intero gruppo Ateco)
239	Fabbricazione di prodotti abrasivi e di prodotti in minerali non metalliferi nca (intero gruppo Ateco)
242	Fabbricazione di tubi, condotti, profilati cavi e relativi accessori in acciaio (esclusi quelli in acciaio colato) (intero gruppo Ateco)
251	Fabbricazione di elementi da costruzione in metallo (intero gruppo Ateco)
282121	Fabbricazione di caldaie per riscaldamento
282202	Fabbr. gru, argani, verricelli, carrelli trasbordatori, carr. elevatori, piattaforme girevoli
282129	Fabbricazione di altri sistemi per riscaldamento
282201	Fabbricazione di ascensori, montacarichi e scale mobili
282203	Fabbricazione di carriole
711100	Attività degli studi di architettura
711230	Attività tecniche svolte da geometri
773200	Noleggio di macchine e attrezzature per lavori edili e di genio civile

L'analisi della struttura della filiera immobiliare è stata condotta sui dati Istat del 9° *Censimento generale dell'industria e dei servizi* del 2011, che contiene informazioni sul numero di imprese e dei relativi addetti classificati sia per classe dimensionale (con dettaglio Ateco a 4 digit) sia per forma giuridica (con dettaglio Ateco a 5 digit).

Nella tavola che segue sono riportate alcune informazioni relative alla struttura della filiera così individuata:

AREE	Costruzioni non OOPP	OOPP	Servizi immobiliari	Indotto	Totale
<b>Imprese</b>					
Nord Ovest	55,1	0,5	25,9	18,6	100,0
Nord Est	54,1	0,7	26,7	18,5	100,0
Centro	54,9	0,7	24,5	19,9	100,0
Mezzogiorno	63,2	1,5	10,9	24,5	100,0
Italia	56,6	0,8	22,4	20,2	100,0
<b>Addetti</b>					
Nord Ovest	58,8	8,4	31,8	24,6	100,0
Nord Est	52,9	9,1	34,8	30,8	100,0
Centro	60,6	8,7	29,0	23,1	100,0
Mezzogiorno	65,7	12,0	12,8	24,7	100,0
Italia	59,2	9,4	27,6	25,9	100,0

Fonte: Istat, *Censimento generale dell'industria e dei servizi 2011*.

Per la stima del peso complessivo della filiera immobiliare in termini di valore aggiunto sono stati utilizzati i dati sul valore aggiunto dei Conti nazionali e quelli dei Conti territoriali, nonché – per la stima a livello territoriale dell'indotto– le Statistiche regionali sulla struttura delle imprese riferite al 2011, che contengono informazioni sul valore aggiunto al costo dei fattori con dettaglio Ateco a 2 digit (dettaglio che non è disponibile nei Conti territoriali). In termini di valore aggiunto, a causa del livello di disaggregazione dei dati, la filiera immobiliare è stata individuata in misura più approssimata rispetto alla definizione sopra descritta e ha ricompreso i seguenti comparti: costruzioni (Ateco da 41 a 43), attività immobiliari (Ateco 68; tale voce a livello territoriale comprende il valore imputato contabilmente ai servizi abitativi estratti dalla casa di proprietà, mentre nei dati annuali nazionali è possibile estrapolare quest'ultima voce), industria estrattiva (Ateco da 05 a 08), lavorazione di minerali non metalliferi (Ateco 23), attività degli studi di architettura e di ingegneria (Ateco 71).

Gli indicatori di bilancio sono stati calcolati su informazioni Cerved Group (cfr. oltre) con dettaglio settoriale Ateco a 6 digit e disponibili per le delle società di capitali.

### Le informazioni Cerved Group

Per l'analisi della situazione economica e finanziaria delle imprese è stato selezionato un campione aperto di imprese appartenenti alla filiera immobiliare (cfr. sopra) i cui bilanci sono presenti negli archivi della Cerved Group tra il 1997 e il 2012.

Per la definizione degli indici presentati si consideri che:

- il margine operativo lordo (MOL) è dato dalla differenza tra il valore aggiunto e il costo del lavoro. Per le società dei servizi immobiliari è dato dalla differenza tra risultato complessivo della gestione immobiliare e costo del lavoro
- il ROA è definito dal rapporto tra l'utile corrente prima degli oneri finanziari e l'attivo di bilancio;
- il *leverage* è stato calcolato come rapporto tra debiti finanziari e la somma di debiti finanziari e patrimonio netto;
- il rapporto tra rimanenze di immobili in costruzione e finiti e i ricavi netti (fatturato) è stato calcolato consolidando i dati delle imprese delle costruzioni di edifici e lavori di costruzione specializzati e delle società immobiliari. Questo perché gli immobili invenduti, valutati al costo, possono gravare sul bilancio del costruttore oppure, più frequentemente, sul bilancio delle società immobiliari costituite *ad hoc* per la realizzazione degli stessi.

Negli archivi Cerved le società immobiliari hanno una struttura di bilancio diversa dalle imprese di costruzioni (a produzione pluriennale); per l'analisi, quindi, è stato possibile utilizzare solo voci presenti in entrambi gli schemi di bilancio (ad esempio, non è stato possibile utilizzare il valore della produzione, presente solo per le imprese di costruzione). Per le società immobiliari la voce "rimanenze finali di prodotti finiti e in corso di lavorazione" è stata sostituita dalla voce "rimanenze immobiliari", alla quale è perfettamente assimilabile.

I tassi di variazione cumulati sono stati calcolati con la formula:

$$\prod_t (1 + i_t) - 1$$

Dove  $i_t$  è il tasso di variazione annuo al tempo  $t$

*L'indicatore sintetico di rischio ( $\bar{x}$ -score).* – In base ai nuovi  $\bar{x}$ -score elaborati dalla Cerved Group, le aziende vengono classificate in dieci categorie di rischio, che sono state raggruppate nelle seguenti due classi:

- Rischio basso (cosiddette imprese sicure): Score = 1, 2, 3, 4.
- Rischio medio-alto (cosiddette imprese anomale): Score pari o superiore a 5.

*La classificazione dimensionale delle imprese* – è basata sulla dimensione del fatturato e dell'attivo:

- le microimprese sono quelle con un fatturato o un attivo non superiore a 2 milioni di euro;
- le piccole imprese hanno un fatturato o un attivo non superiori a 10 milioni di euro;
- le medie imprese hanno un fatturato o un attivo non superiori rispettivamente a 50 e 43 milioni di euro;
- le grandi imprese sono quelle residuali

### **Leverage e aumento del patrimonio netto di bilancio ex Legge n. 2 del 28 gennaio 2009**

L'art. 15, commi da 16 a 23, del D.L. 185/2008 (anche noto come Decreto anti-crisi) convertito nella Legge n.2 del 28 gennaio 2009, in vigore dal 29 gennaio 2009, ha reintrodotto la facoltà di rivalutare il valore degli immobili posseduti dalle imprese, esclusi le aree fabbricabili e gli immobili alla cui produzione o al cui scambio è diretta l'attività d'impresa (i cosiddetti immobili merce). Il maggior valore attribuito agli immobili rivalutati deve essere iscritto o direttamente a capitale ovvero in una riserva in sospensione di imposta designata con riferimento alla Legge stessa.

In base all'analisi dei dati della Cerved, nel 2008 le riserve di rivalutazione sono aumentate in misura rilevante; nello stesso anno è inoltre cresciuto in misura significativa il patrimonio netto delle imprese che non hanno specificato in bilancio le riserve di rivalutazione, facendo presumere che si tratti delle società che hanno iscritto la rivalutazione direttamente in aumento del capitale. Sulla base di queste informazioni, è possibile desumere che il miglioramento del *leverage* registrato nel 2008 sarebbe riconducibile a tale modifica normativa, mentre per gli anni successivi l'andamento dell'indicatore non risentirebbe più di tali effetti.

### **Prezzi delle abitazioni**

La serie storica a livello territoriale dei prezzi delle abitazioni si basa sui dati de *Il Consulente immobiliare* (dal primo semestre del 1995 al secondo semestre del 2003), dell'Osservatorio del mercato immobiliare (OMI) dell'Agenzia delle entrate (dal 2004 in avanti) e Istat (dal 2010 in avanti).

Per ogni comune capoluogo di provincia, *Il Consulente Immobiliare* rileva semestralmente i prezzi delle abitazioni localizzate in tre aree urbane (centro, semi centro e periferia), a partire dalle quotazioni medie dei prezzi di compravendita.

La banca dati delle quotazioni dell'Osservatorio del mercato immobiliare (OMI) dell'Agenzia delle entrate contiene dati semestrali relativi a circa 8.100 comuni italiani, a loro volta suddivisi in circa 31.000 zone omogenee (la cui identificazione è basata su caratteristiche socio-economiche e urbanistiche, sulla qualità dei trasporti, etc.); la rilevazione avviene per i principali tipi di fabbricati (residenziali, uffici, negozi, laboratori, capannoni, magazzini, box e posti auto), a loro volta suddivisi per tipologia (ad esempio, le abitazioni residenziali sono suddivise in signorili, civili, economiche, ville e villini). Le fonti utilizzate sono soprattutto agenzie immobiliari private, con le quali sono stati sottoscritti specifici accordi di collaborazione; in via residuale vengono considerati i dati amministrativi relativi alle transazioni. Per ciascuna area e tipologia viene riportato un prezzo minimo e uno massimo.

Per la stima dei prezzi delle abitazioni, cfr. L. Cannari e I. Faiella, “House prices and housing wealth in Italy”, presentato al convegno “Household Wealth in Italy”, Banca d'Italia, Perugia, Ottobre 2007, reperibile al link [www.bancaditalia.it/studiricerche/convegni/atti/ric\\_fam\\_it/Household\\_wealth\\_Italy.pdf](http://www.bancaditalia.it/studiricerche/convegni/atti/ric_fam_it/Household_wealth_Italy.pdf).

Tali informazioni vengono aggregate in indici di prezzo a livello di città/comune, ponderando le aree urbane (centro, semicentro e periferia) mediante i pesi rilevati nell'Indagine sui Bilanci delle famiglie italiane, condotta dalla Banca d'Italia. Gli indici (*OMI* nel seguito) vengono quindi aggregati per regione, macroarea e intero territorio nazionale, ponderando le città/comuni col numero di abitazioni rilevato dall'Istat nel Censimento sulla popolazione e sulle abitazioni del 2001.

La Banca d'Italia pubblica, inoltre, un indice dei prezzi degli immobili a livello nazionale (*I* nel seguito) elaborato su un insieme di dati non disponibili a livello regionale, tra cui le nuove serie trimestrali rilasciate dall'Istat che partono dal 2010. Gli indici *OMI* sono stati, quindi, utilizzati per ripartire l'indice *I* per regione e macroarea utilizzando una stima per quoziente (o rapporto). In simboli, se indichiamo con  $I_{jt}$  l'indice *I* per il periodo *t* e l'area geografica *j* (con  $j=N$  per il dato nazionale) e con  $O_{jt}$  il corrispondente indice *OMI*, si può stimare  $I_{jt}$  per  $j \neq N$  con la seguente espressione:

$$\hat{I}_{jt} = O_{jt} \frac{I_{tN}}{O_{tN}}$$

I prezzi reali sono calcolati deflazionando per l'indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività.

### **Prestiti alle imprese della filiera immobiliare**

Le informazioni sui prestiti alle imprese della filiera immobiliare (cfr. sopra) sono tratte dalle segnalazioni individuali alla Centrale dei rischi e riguardano tutti gli intermediari segnalanti. Sono ricomprese tutte le posizioni di rischio per le quali alla data di rilevazione l'importo utilizzato era superiore o uguale a 75.000 euro. Sono comprese e le cartolarizzazioni; i tassi di crescita non sono corretti per le riclassificazioni.

### **Le segnalazioni alla Centrale dei rischi**

La Centrale dei rischi rileva tutte le posizioni di rischio delle banche, delle società finanziarie di cui all'articolo 106 del testo unico bancario, iscritte nell'albo e/o nell'elenco speciale di cui agli articoli, rispettivamente, 64 e 107 del medesimo TUB e delle società per la cartolarizzazione dei crediti, per le quali l'importo accordato o utilizzato o delle garanzie rilasciate superi la soglia di 75.000 euro (fino a dicembre 2008) ovvero di 30.000 euro (da gennaio 2009). Le sofferenze sono censite a prescindere dall'importo.

Le imprese piccole sono rappresentate dalle società in accomandita semplice e in nome collettivo, società semplici, società di fatto e imprese individuali con un numero di addetti inferiore a 20. Tutte le altre, ovvero le società di capitale, sono considerate imprese grandi.

Definizione di alcune voci:

*Credito scaduto*: un credito è da considerarsi scaduto quando da oltre 90/180 giorni è trascorso il termine previsto contrattualmente per il pagamento o presenta uno sconfinamento in via continuativa.

*Credito ristrutturato*: rapporto contrattuale modificato o acceso nell'ambito di un'operazione di ristrutturazione, cioè di un accordo con il quale un intermediario o un pool di intermediari, a causa del deterioramento delle condizioni economico-finanziarie del debitore, acconsente a modifiche delle originarie condizioni contrattuali (ad esempio, riscadenzamento dei termini, riduzione del debito e/o degli interessi) che diano luogo a una perdita.

*Sconfinamento*: differenza positiva tra fido utilizzato, escluse le sofferenze, e fido accordato operativo.

*Sofferenze*: esposizione per cassa nei confronti di soggetti in stato di insolvenza, anche non accertato giudizialmente, o in situazioni sostanzialmente equiparabili, indipendente dalle eventuali previsioni di perdita formulate dall'intermediario.

*Default rettificato*: esposizione complessiva per cassa di un affidato verso l'intero sistema finanziario (banche e intermediari ex art. 107) allorché questo presenti un'anomalia (credito scaduto, in incaglio, ristrutturato o in sofferenza) e tale anomalia insista su un importo che risulta significativo rispetto all'esposizione complessiva che

il sistema ha nei suoi confronti; la significatività del deterioramento viene valutata sulla base di alcune soglie di proporzionalità prestabilite, decrescenti in ragione della gravità del credito deteriorato.

### **Le rilevazioni sui tassi di interesse**

La rilevazione campionaria trimestrale sui tassi di interesse attivi e passivi è stata profondamente rinnovata dal marzo 2004; è stato ampliato il numero di banche segnalanti e lo schema segnaletico è stato integrato e modificato. I due gruppi di banche, che comprendono le principali istituzioni creditizie a livello nazionale, sono composti da circa 250 unità per i tassi attivi e 125 per i tassi passivi (rispettivamente 70 e 60 nella rilevazione precedente).

Le informazioni sui tassi attivi (effettivi) sono rilevate distintamente per ciascun cliente: sono oggetto di rilevazione i finanziamenti per cassa concessi alla clientela ordinaria relativi a ciascun nominativo per il quale, alla fine del trimestre di riferimento, la somma dell'accordato o dell'utilizzato segnalata alla Centrale dei rischi sia pari o superiore a 74.000 euro. Per le nuove operazioni a scadenza, le banche segnalano il tasso di interesse annuo effettivo globale (TAEG) e l'ammontare del finanziamento concesso: le informazioni sui tassi a medio e a lungo termine si riferiscono alle operazioni non agevolate accese nel trimestre con durata superiore a un anno.

Le informazioni sui tassi passivi sono raccolte su base statistica: sono oggetto di rilevazione le condizioni applicate ai depositi in conto corrente a vista di clientela ordinaria in essere alla fine del trimestre.

Sono inclusi i conti correnti con assegni a copertura garantita.