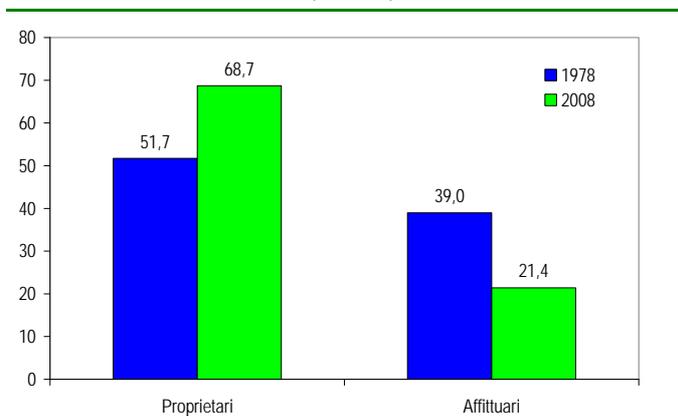


Famiglie italiane per titolo di godimento dell'abitazione (val. %)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

Negli ultimi trenta anni la **condizione abitativa delle famiglie italiane** è mutata significativamente. Tra il 1978 e il 2008 la percentuale dei proprietari è aumentata di una ventina di punti percentuali, passando dal 50% a poco meno del 70%. La quota degli affittuari si è pressoché dimezzata, dal 40 a poco più del 20%. Contestualmente, l'incidenza sul reddito disponibile delle famiglie dei prestiti contratti per l'acquisto di una abitazione si mantiene in Italia decisamente più bassa che altrove: il 24% contro il 57% in Germania e il 92% in Spagna.

Prosegue la risalita dei prezzi alla **produzione in Italia**. Dopo oltre un anno di dati marcati dal segno meno, il tasso annuo di variazione dell'indice dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali ha registrato a gennaio un incremento dello 0,4%. A metà del 2009, sull'onda delle spinte deflative indotte dalla recessione, l'indice in questione aveva subito un calo tendenziale ben superiore a 5 punti percentuali.

13

9 aprile 2010

Direttore responsabile:
Giovanni Ajassa
tel. 0647028414
giovanni.ajassa@bnlmail.com

Banca Nazionale del Lavoro – Gruppo BNP Paribas
Via Vittorio Veneto 119 - 00187 Roma
Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002 del 9/4/2002

Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.



BNL
GRUPPO BNP PARIBAS

Tanti proprietari poco indebitati (ma altrove non è così)

C. Russo ☎ 06-47028418 – carla.russo@bnlmail.com

Negli ultimi trenta anni la condizione abitativa delle famiglie italiane è mutata significativamente: tra il 1978 e il 2008 la percentuale di quelle proprietarie è aumentata di 19 punti percentuali passando dal 49,6% al 68,7% mentre la quota di famiglie affittuarie è pressoché dimezzata (dal 40,8% al 21,4%). Più di una famiglia su quattro appartenente alle fasce di reddito medio-alto ha potuto accedere all'abitazione di proprietà.

La valenza sociale del vivere nella casa di proprietà e le implicazioni economiche che l'investimento immobiliare comporta sui bilanci delle famiglie hanno indotto istituzioni nazionali e sovranazionali a monitorare attentamente le variabili collegate al possesso dell'abitazione. Tra le diverse informazioni elaborate, Eurostat ha individuato nella "quota di famiglie che sostiene costi relativi all'abitazione" e nella "quota di costi abitativi in rapporto al reddito disponibile" gli indicatori più significativi in grado di valutare la relazione tra i costi di acquisto e le capacità economiche dei nuclei familiari. Nel 2008 nella Ue15 la quota di famiglie che sostiene costi relativi all'abitazione era al 45% mentre l'incidenza dei costi abitativi sul reddito disponibile era pari al 30%; in Italia la quota di famiglie con obblighi finanziari relativi all'abitazione era al 40% ma soprattutto la quota dei costi sul reddito disponibile era di un terzo inferiore al valore della Ue15 (al 21%).

Uno studio della Bce evidenzia come le famiglie che soffrono maggiormente di "stress finanziario" siano quelle residenti in paesi dove la diffusione dei mutui è meno sviluppata rispetto alla media. Dall'analisi risulta che tanto maggiore è l'attitudine a contrarre debiti tanto minore è la preoccupazione di dover far fronte a livelli di passività anche elevati.

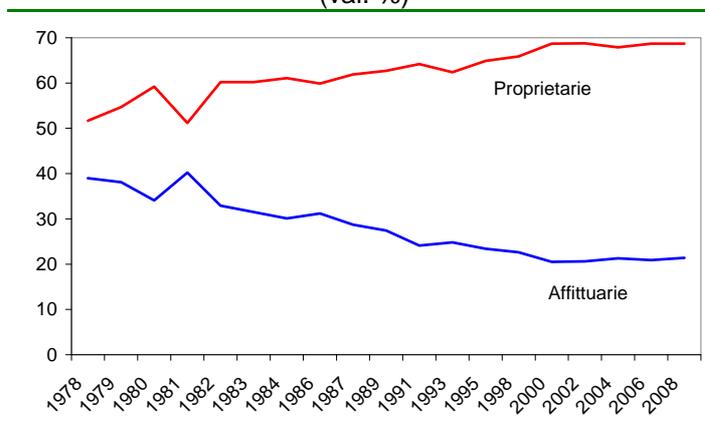
1978-2008: meno affittuari, più proprietari

Negli ultimi trenta anni la condizione abitativa delle famiglie italiane è mutata significativamente. Traendo vantaggio dalla combinazione di diversi fattori - una relativa stabilità macroeconomica, prospettive di crescita dei redditi, disponibilità di finanziamenti e, dall'adozione dell'euro, un livello stabile dei tassi di interesse - un numero crescente di nuclei familiari ha avuto accesso alla casa di proprietà.

L'osservazione della periodica indagine campionaria della Banca d'Italia sui bilanci delle famiglie evidenzia come tra il 1978 e il 2008 la percentuale di proprietari di abitazione sia aumentata di circa 19 punti percentuali passando dal 49,6% al 68,7%, mentre, nello stesso periodo, la quota di famiglie in affitto è pressoché dimezzata, scendendo dal 40,8% al 21,4%.

Il miglioramento delle condizioni socio-economiche ha consentito l'acquisto dell'abitazione soprattutto alle famiglie appartenenti alle fasce di reddito medio-alto (comprese tra il 40esimo e il 60esimo percentile); in queste fasce di reddito circa il 30% delle famiglie ha lasciato la condizione di affittuaria per assumere quella di proprietaria.

Famiglie italiane per titolo di godimento dell'abitazione
(val. %)



Fonte: Banca d'Italia

Analisi condotte da Eurostat nell'ambito dell'indagine annuale armonizzata Eu-Silc (European Union-Statistics on Income and Living Conditions) pervengono a valori simili relativamente alla proprietà immobiliare, pur non perfettamente omogenei con quelli segnalati dalla Banca d'Italia. Negli anni Ottanta, sempre secondo Eurostat, la percentuale di famiglie italiane proprietarie risultava leggermente superiore al valore mediano dei paesi dell'Unione europea (59% rispetto al 56,5%); secondo l'ultima rilevazione (relativa al 2008) la quota di famiglie italiane proprietarie dell'abitazione di residenza sarebbe arrivata all'81,7%. Tra gli altri paesi della Ue-27 si osservano percentuali elevate (tra l'80 e il 90%) anche in Grecia, Spagna, Cipro, Lettonia, Malta, Portogallo, mentre percentuali superiori al 90% si riscontrano nei paesi dell'est quali Bulgaria, Estonia, Lituania, Ungheria, Polonia, Romania, Slovenia, Slovacchia. Relativamente più contenuta (tra il 70 e l'80%) la quota di proprietari in Belgio, Repubblica ceca, Irlanda, Lussemburgo, Finlandia e Regno Unito, mentre un livello inferiore al 70% si riscontra in Danimarca, Germania, Francia, Paesi Bassi, Austria e Svezia.

Ovunque cresce l'indebitamento ipotecario, ma non lo "stress finanziario"

Nel decennio che si è concluso nel 2008, la lunga fase di crescita del numero dei contratti di compravendita, relativi sia alla prima casa sia ad altro tipo di abitazione, unito a una crescita senza precedenti dei prezzi degli immobili, ha determinato ovunque in Europa un robusto incremento dei finanziamenti bancari. Tra il 2002¹ e il 2009 l'ammontare dei prestiti ipotecari in metà dei paesi dell'area euro è più che raddoppiato; se si considera l'andamento dei prestiti erogati nei nuovi stati membri, tra il 2004 e il 2009 il campo di variazione della crescita oscilla tra +89% dell'Ungheria e il +503% della Lituania.

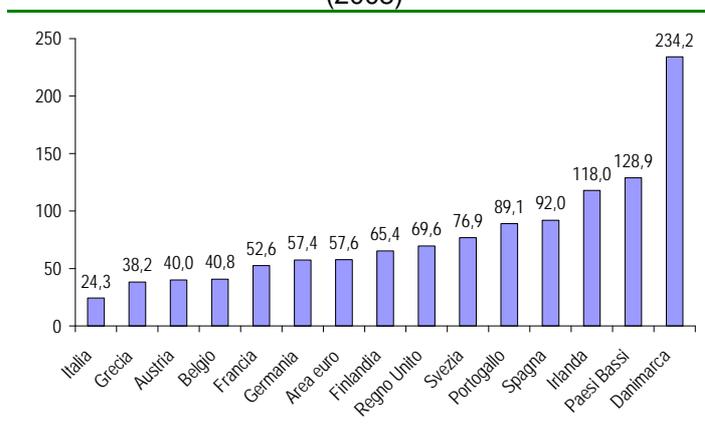
Il peso crescente dei costi dell'abitazione nei bilanci delle famiglie ha indotto le autorità europee a monitorare con maggiore cura l'andamento del numero delle compravendite immobiliari e alcune variabili a questo collegate. Tra le variabili analizzate Eurostat ha individuato nella "quota di famiglie che sostiene costi relativi all'abitazione" e nella "quota di costi abitativi in rapporto al reddito disponibile" le proxy più significative in

¹ Anno di inizio della rilevazione armonizzata nei paesi dell'area euro.

grado di sintetizzare la relazione tra i costi di acquisto e le capacità economiche dei nuclei familiari.

Nel 2008 i dati rilevati per la Ue15 indicano nel 45% la quota di famiglie con debiti contratti per la casa e nel 30% l'incidenza media dei costi relativi all'abitazione sul totale reddito disponibile. Per l'Italia tali indicatori assumono valori più contenuti, pari al 40% (famiglie) e al 21% (costi) rispettivamente. Con una quota di famiglie italiane indebitate per la casa e un livello di indebitamento rispetto al reddito disponibile inferiore alla media Ue emerge una posizione di relativa tranquillità per il nostro paese. In effetti l'ammontare dei prestiti ipotecari rispetto alle capacità economiche (rapporto mutui su reddito disponibile) dei nuclei familiari risulta nel 2008 (ultimo anno disponibile) particolarmente elevato in Irlanda (118%), Paesi Bassi (129%) e Danimarca (234%); a fronte del 24,3% rilevabile per l'Italia elevati risultano anche i dati di Francia (52,6%), Germania (57,4%), Regno Unito (69,6%), Portogallo (89,1%) e Spagna (92%).

Rapporto mutui/reddito disponibile in alcuni paesi della Ue (2008)



Fonte: Bce

Uno studio della Bce² basato sulla periodica indagine ECHP (European Community Household Panel survey) evidenzia proprio come, in generale, i paesi europei che si affacciano sul Mediterraneo siano caratterizzati da una quota di famiglie proprietarie della casa di abitazione mediamente più elevata, mentre la percentuale di famiglie con debiti ipotecari è maggiore nei paesi nordici.

Dalle interviste condotte nell'ambito di questa indagine emerge che nonostante ciò, le famiglie che sembrano soffrire maggiormente di "stress finanziario" risultano essere quelle residenti in paesi dove la diffusione dei mutui è inferiore rispetto ai valori massimi registrati nel Regno Unito, Paesi Bassi e Danimarca, paesi in cui al contrario le famiglie presentano un grado di preoccupazione finanziaria minore. All'interno di ogni singolo paese, inoltre, le famiglie con un rapporto debito su reddito disponibile superiore al valore mediano della stessa classe di reddito risultano preoccupate soprattutto per il confronto relativo con il proprio "peer group" di riferimento e non per il valore assoluto assunto dal loro debito. In generale, l'indicazione che se ne trae è che ove maggiore è l'attitudine a contrarre debiti, minore è la preoccupazione di dover far fronte a livelli di passività anche elevati. Per contro, nei paesi in cui la cultura

² D. Georgarakos, A. Lojschova, M. Ward-Warmedinger, "Mortgage indebtedness and household financial distress", Bce WP 1156, febbraio 2010.

dell'indebitamento è meno diffusa, le famiglie risultano meno propense ad aumentare l'importo del mutuo da richiedere riuscendo così a contenere il livello delle passività. Ne deriva per la Banca centrale europea una preoccupante evidenza e cioè che la familiarità di un paese all'indebitamento riduce la percezione del rischio.

Continua il recupero dei prezzi alla produzione

A. Sagnotti ☎ 06-47028436 – antonio.sagnotti@bnlmail.com

Inflazione in salita a marzo. La stima dell'inflazione armonizzata è risultata pari a +1,5% su base mensile e a +1,4% su base annua. Nell'area dell'euro, l'inflazione per il mese di marzo è stimata all'1,5%. La variazione dell'indice legato all'intera collettività nazionale è risultata pari allo 0,3% su base mensile e all'1,4% rispetto a marzo 2009. Gli incrementi tendenziali più elevati riguardano i capitoli trasporti e istruzione.

Continua il recupero dei prezzi alla produzione. A febbraio 2010 l'indice generale ha fatto registrare una variazione positiva dello 0,2% sul mese precedente e dello 0,6% rispetto allo stesso mese di un anno prima. Al netto dell'energia, il calo tendenziale è stato pari allo 0,5%. Tra i settori, l'aumento maggiore è stato evidenziato dal comparto dei prodotti petroliferi raffinati; i cali più evidenti nella metallurgia e prodotti in metallo, nei prodotti elettronici, nel comparto alimentare e nel settore della fabbricazione di macchinari e attrezzature.

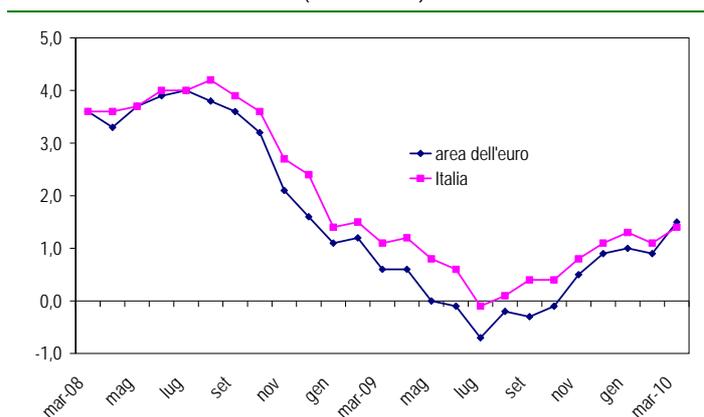
Tende a chiudersi la forbice prezzi-salari. A febbraio l'aumento su base annua delle retribuzioni contrattuali è stato pari al 2,1%, a fronte di un incremento dell'inflazione dell'1,1%. Il gap tra prezzi e salari si è quindi ridotto a un punto percentuale, più che dimezzandosi rispetto alla media del quarto trimestre del 2009.

A marzo inflazione nella media europea

Sulla base della stima provvisoria effettuata dall'Istat, l'indice armonizzato dei prezzi al consumo di marzo registra una variazione positiva dell'1,5% rispetto al mese precedente e dell'1,4% nei confronti dello stesso mese del 2009. Nell'area dell'euro, l'inflazione per il mese di marzo è stimata all'1,5%.

Inflazione in Italia e in Europa

(var. % a/a)



Fonte: Istat, Eurostat

L'indice per l'intera collettività nazionale (NIC) evidenzia, sempre a marzo, una variazione di +0,3% su base mensile e un incremento dell'1,4% rispetto a marzo 2009. Gli aumenti tendenziali più elevati sono rilevabili nei capitoli trasporti (+5,1%) e

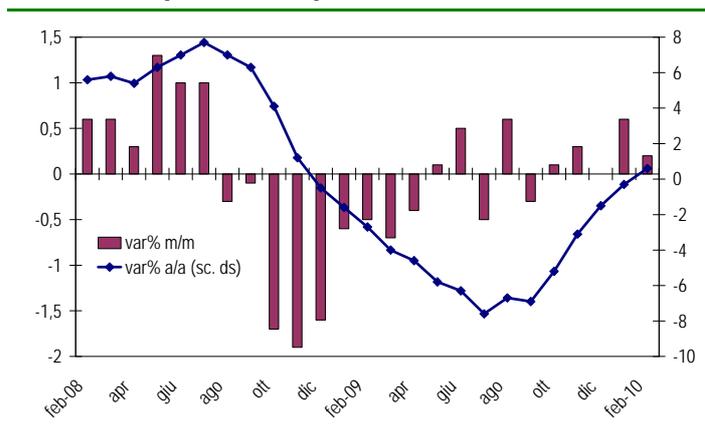
istruzione (+2,5%). Variazioni negative si sono verificate nei capitoli abitazione, acqua, elettricità e combustibili (-0,9%) e comunicazioni (-0,3%).

Prezzi industriali ancora in risalita a febbraio

A febbraio 2010 l'indice generale dei prezzi alla produzione ha fatto registrare una variazione positiva dello 0,2% sul mese precedente e dello 0,4% rispetto allo stesso mese di un anno prima. Nella media degli ultimi tre mesi di rilevazione (periodo dicembre-febbraio) l'indice generale dei prezzi industriali è aumentato dello 0,6% nel confronto con i tre mesi precedenti. Nella media del primo bimestre 2010 rispetto allo stesso periodo del precedente anno si è registrata una variazione nulla.

Sempre a febbraio 2010, l'indice relativo ai prezzi dei prodotti industriali venduti sul mercato interno ha registrato un aumento congiunturale dello 0,1% e uno tendenziale dello 0,4%. Per i beni venduti sul mercato estero, l'indice è salito dello 0,5% sul mese precedente e dello 0,6% in termini tendenziali. Al netto dell'energia, i listini interni hanno segnato una diminuzione congiunturale pari allo 0,1% e un calo su base annua dello 0,5%.

I prezzi alla produzione in Italia



Fonte: Istat

Nel confronto tra il primo bimestre 2010 e lo stesso periodo dell'anno precedente, l'indice totale dei prezzi alla produzione ha segnato diminuzioni dello 0,4% per i beni di consumo, dell'1% per i beni strumentali e dell'1,4% per i prodotti intermedi; per l'energia è stato registrato un aumento del 5,1%.

Passando ai settori, l'aumento maggiore è stato evidenziato dal comparto dei prodotti petroliferi raffinati (+23,3%); i cali più evidenti nella metallurgia e prodotti in metallo (-3%), nei prodotti elettronici (-2,9%), nel comparto alimentare e nel settore della fabbricazione di macchinari e attrezzature (-1,7% per entrambi i comparti).

Tende a chiudersi la forbice prezzi-salari

A febbraio 2010 l'indice delle retribuzioni orarie contrattuali ha registrato una variazione nulla rispetto a gennaio, con un incremento del 2,1% nei confronti dello stesso mese del 2009. Rispetto all'inflazione, che a febbraio si è attestata all'1,1%, i salari sono quindi aumentati di un punto percentuale in più. L'aumento medio delle retribuzioni

registrato nel bimestre gennaio-febbraio, rispetto al corrispondente periodo dell'anno prima, è stato del 2,2%.

L'incremento dell'indice generale delle retribuzioni evidenziato a febbraio è il risultato soprattutto di aumenti tabellari previsti dai contratti del comparto dei servizi di informazione e comunicazione (+4,4%), del tessile, abbigliamento e lavorazione pelli (+3,9%), dell'acqua e servizi di smaltimento rifiuti (+3,8%) e di regioni e autonomie locali (+3,6%).

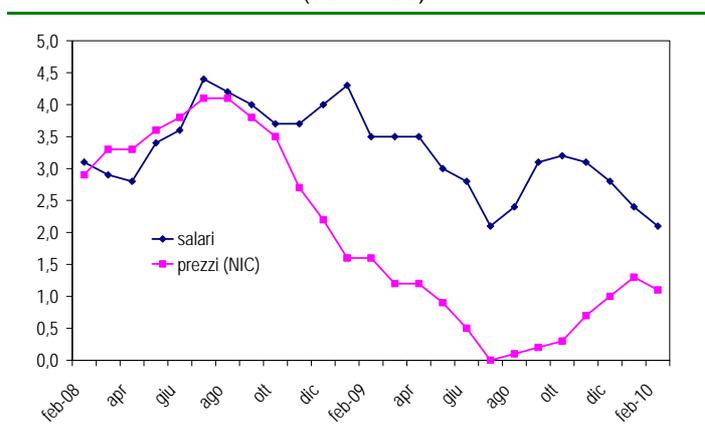
L'indice delle retribuzioni orarie contrattuali per l'intera economia, proiettato per l'anno 2010 in base alle sole applicazioni previste dai contratti in vigore alla fine di febbraio, registrerebbe un incremento dell'1,6%.

Come si può osservare dal grafico, a partire dal quarto trimestre del 2009 la dinamica delle retribuzioni, pur risultando più sostenuta rispetto a quella dell'inflazione, ha tuttavia iniziato a decelerare, a fronte di un concomitante aumento dei prezzi al consumo, con conseguente riduzione del gap tra salari e prezzi. E' probabile che entro la prima metà dell'anno in corso il gap si annulli.

Sempre a febbraio 2010, relativamente all'intera economia, la quota dei dipendenti in attesa di rinnovi contrattuali (un indicatore che misura la *diffusione* della condizione di vacanza contrattuale) era pari al 45,2%, in lieve calo rispetto al mese precedente (49,1%) ma in marcata crescita nei confronti di febbraio 2009 (18,7%). I mesi di attesa per i lavoratori con il contratto scaduto a febbraio 2010 (un indicatore che quantifica l'*intensità* della vacanza contrattuale) erano in media 7, in aumento rispetto a gennaio (5,6) e in considerevole riduzione rispetto allo stesso mese di un anno prima (14,1). L'attesa media distribuita sul totale dei dipendenti è, sempre a febbraio di quest'anno, di 3,1 mesi, di poco superiore rispetto sia al mese precedente sia a febbraio 2009.

Italia: dinamica di prezzi e salari

(var. % a/a)



Fonte: Istat

Un cruscotto della congiuntura: alcuni indicatori

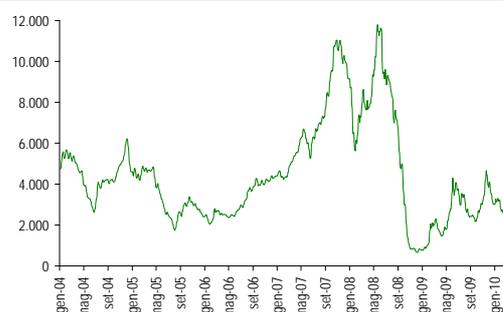
Indice Itraxx Eu Financial



Fonte: Datastream

Premi al rischio in lieve rialzo, l'indice arriva a 88 pb.

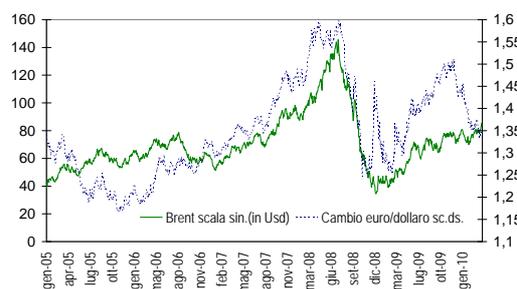
Indice Baltic Dry



Fonte: Datastream

L'indice dei noli marittimi evidenzia nell'ultima settimana una flessione sotto quota 3.000.

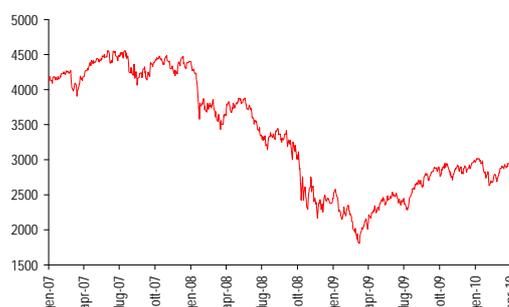
**Cambio euro/dollaro e quotazioni Brent
(Usd per barile)**



Fonte: Datastream

Il petrolio oscilla intorno agli 85\$ al barile, il tasso di cambio €/€ a 1,33.

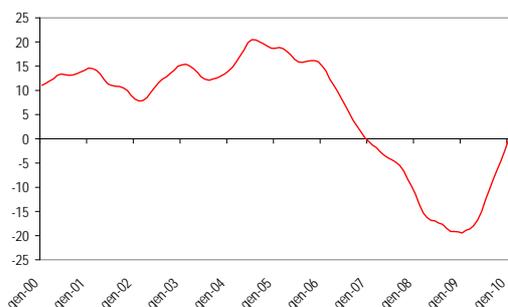
Borse europee: indice Eurostoxx 50



Fonte: Datastream

Borse europee: nell'ultima settimana, l'indice si muove poco al di sotto di quota 3.000.

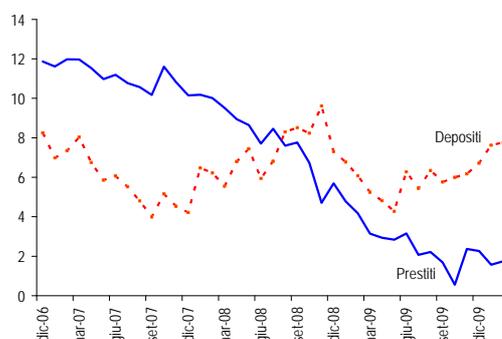
**Usa: indice dei prezzi delle abitazioni
Case-Shiller composite 10
(var. % a/a)**



Fonte: Datastream

A gennaio 2010 i prezzi delle abitazioni Usa su base annua frenano la caduta dopo oltre tre anni (-0,04%).

**Italia: prestiti e depositi bancari
(var. % a/a)**



Fonte: Banca d'Italia

Rimane moderata la dinamica dei prestiti mentre prosegue la crescita dei depositi.

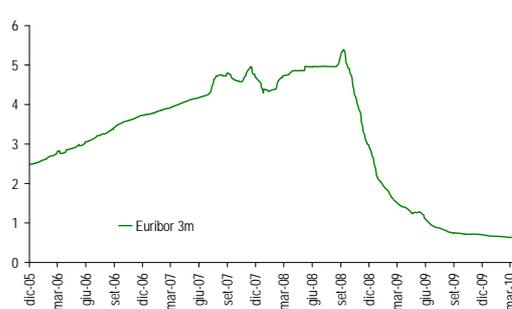
**Tassi dei benchmark decennali:
differenziale con la Germania
(punti base)**



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Datastream

Il differenziale della Grecia nell'ultima settimana supera i 400 pb, quello della Spagna è a 76 pb, mentre per l'Italia il differenziale è pari a 78 pb.

**Tasso euribor a 3 mesi
(val. %)**



Fonte: Banca d'Italia

Il tasso euribor rimane stabilmente sotto a 0,70% da inizio gennaio.

Le previsioni sui prezzi

Indice generale nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività, al lordo dei tabacchi													
<i>Variatione % rispetto al periodo precedente</i>													
	gen.	feb.	mar.	apr.	mag.	giu.	lug.	ago.	set.	ott.	nov.	dic.	media
2004	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2
2005	0,0	0,3	0,3	0,2	0,3	0,0	0,4	0,2	0,0	0,2	0,1	0,0	0,2
2006	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,1	0,3	0,2	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,2
2007	0,1	0,3	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,0	0,3	0,4	0,3	0,2
2008	0,4	0,2	0,5	0,2	0,5	0,4	0,5	0,1	-0,3	0,0	-0,4	-0,1	0,2
2009	-0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,0	0,3	-0,2	0,1	0,0	0,2	0,1
2010	0,1	0,1	0,3	0,2	0,2	0,1	0,3	0,2	0,0	0,2	0,1	0,2	0,2
2011	0,1	0,2	0,1	0,2	0,3	0,1	0,2	0,1	-0,1	0,2	0,2	0,1	0,1

<i>Variatione % rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente</i>													
	gen.	feb.	mar.	apr.	mag.	giu.	lug.	ago.	set.	ott.	nov.	dic.	media
2004	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,4	2,3	2,3	2,1	2,0	1,9	2,0	2,2
2005	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,8	2,1	2,0	2,0	2,2	2,2	2,0	1,9
2006	2,2	2,1	2,1	2,2	2,2	2,3	2,2	2,2	2,1	1,8	1,8	1,9	2,1
2007	1,7	1,8	1,7	1,5	1,5	1,7	1,6	1,6	1,7	2,1	2,4	2,6	1,8
2008	3,0	2,9	3,3	3,3	3,6	3,8	4,1	4,1	3,8	3,5	2,7	2,2	3,3
2009	1,6	1,6	1,2	1,2	0,9	0,5	0,0	0,1	0,2	0,3	0,7	1,0	0,8
2010	1,3	1,2	1,4	1,4	1,3	1,4	1,7	1,6	1,8	1,9	2,0	2,0	1,6
2011	2,0	2,1	1,9	1,9	2,0	2,0	1,9	1,8	1,7	1,7	1,8	1,7	1,9

Indice generale armonizzato dei prezzi al consumo													
<i>Variatione % rispetto al periodo precedente</i>													
	gen.	feb.	mar.	apr.	mag.	giu.	lug.	ago.	set.	ott.	nov.	dic.	media
2004	-0,6	-0,1	1,0	0,8	0,1	0,2	-0,2	-0,2	0,5	0,3	0,2	0,3	0,2
2005	-1,0	-0,1	1,2	0,8	0,3	0,0	-0,2	-0,2	0,6	0,7	0,0	0,0	0,2
2006	-0,9	-0,1	1,2	0,9	0,3	0,1	-0,3	-0,2	0,7	0,2	0,1	0,1	0,2
2007	-1,1	0,1	1,2	0,6	0,4	0,2	-0,6	-0,2	0,8	0,8	0,4	0,3	0,2
2008	-0,8	0,1	1,6	0,6	0,6	0,5	-0,6	0,0	0,5	0,5	-0,5	-0,1	0,2
2009	-1,7	0,2	1,2	0,6	0,2	0,2	-1,2	0,2	0,7	0,4	0,1	0,2	0,1
2010	-1,5	0,0	1,5	0,6	0,3	0,2	-0,3	-0,1	0,7	0,3	0,1	0,1	0,2
2011	-1,0	-0,1	1,1	0,8	0,2	0,2	-0,3	-0,2	0,5	0,2	0,1	0,1	0,1

<i>Variatione % rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente</i>													
	gen.	feb.	mar.	apr.	mag.	giu.	lug.	ago.	set.	ott.	nov.	dic.	media
2004	2,1	2,5	2,3	2,3	2,3	2,4	2,3	2,4	2,2	2,1	2,1	2,4	2,3
2005	2,0	2,0	2,2	2,1	2,3	2,1	2,1	2,1	2,2	2,6	2,4	2,1	2,2
2006	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3	2,4	2,3	2,3	2,4	1,9	2,0	2,1	2,2
2007	1,9	2,1	2,1	1,8	1,9	1,9	1,7	1,7	1,7	2,3	2,6	2,8	2,0
2008	3,1	3,1	3,6	3,6	3,7	4,0	4,0	4,2	3,9	3,6	2,7	2,4	3,5
2009	1,4	1,5	1,1	1,2	0,8	0,6	-0,1	0,1	0,4	0,3	0,8	1,1	0,8
2010	1,3	1,1	1,4	1,3	1,5	1,5	2,4	2,1	2,1	2,0	2,0	1,9	1,7
2011	2,4	2,3	1,9	2,1	2,0	2,0	2,0	1,9	1,7	1,6	1,6	1,6	1,9

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari.