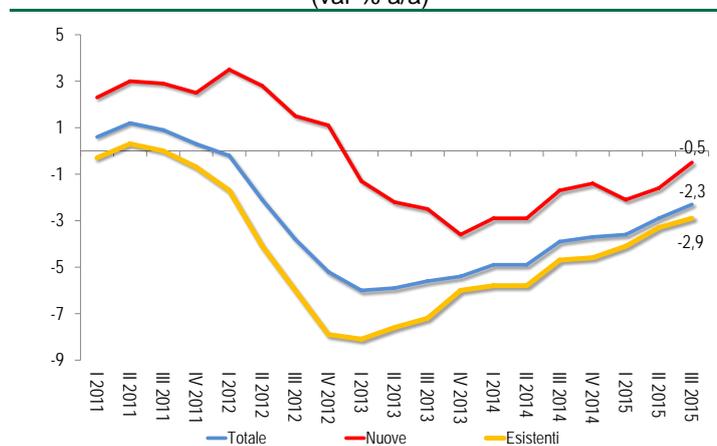


# focus

settimanale del Servizio Studi BNL

## Variatione dei prezzi delle abitazioni in Italia

(var % a/a)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Istat

Nei paesi avanzati il **mercato immobiliare** sembra avviato verso una fase di crescita stabile: nel II trimestre del 2015 i prezzi sono aumentati in del 4% a/a. Anche nella media dell'Area euro, dopo un alternarsi di fasi di salita e discesa, le quotazioni immobiliari sono in aumento, sebbene molto moderato (+1% a/a nel II trimestre del 2015). Austria e Germania contribuiscono alla crescita dei prezzi molto più che in passato; inoltre, si osserva un rallentamento della flessione nei paesi ancora in calo (Grecia e Italia su tutti).

In Italia il mercato immobiliare mostra timidi segnali di ripresa: nei primi tre trimestri del 2015 il numero delle compravendite residenziali è cresciuto del 5,3% a/a. Elementi positivi arrivano anche dai prezzi: nel III trimestre del 2015, per la prima volta dal II trimestre del 2011, i prezzi delle abitazioni hanno interrotto la caduta e mostrato un lieve incremento congiunturale (+0,2%).

Una sensibile ripresa del **mercato immobiliare in Italia** avrebbe ripercussioni positive sia sulla fiducia delle famiglie, sia sul settore delle costruzioni, uno dei più penalizzati dalla crisi passata

# 02

15 gennaio  
2016

Direttore responsabile:  
Giovanni Ajassa  
tel. 064 7028414  
giovanni.ajassa@bnlmail.com



**BNL**  
GRUPPO BNP PARIBAS

La banca per un mondo che cambia

## L'immobiliare in ripresa

S. Costagli ☎ 06-47027054 – [simona.costagli@bnlmail.com](mailto:simona.costagli@bnlmail.com)

Il mercato immobiliare mondiale sembra avviato verso una fase di crescita stabile, che tuttavia sottende andamenti diversi in diverse aree: nel secondo trimestre del 2015 i prezzi delle abitazioni nei paesi avanzati sono aumentati in media del 4% a/a; al contrario, nei paesi emergenti le quotazioni immobiliari risultano in media in discesa (-1,4% a/a), a pesare è soprattutto il rallentamento dei prezzi in Cina, in Russia e in Brasile.

Negli Stati Uniti i prezzi delle abitazioni a fine 2015 erano del 25% circa più alti del 2011, sebbene ancora inferiori del 7% al picco raggiunto nel 2007. Nel paese notizie positive arrivano soprattutto dal consistente calo dello stock delle case pignorate: -22% a/a circa a novembre 2015; un dato che prolunga la già lunga serie di flessioni in corso ormai da fine 2011.

Nella media dei paesi dell'Area euro, dopo un alternarsi di fasi di salita e discesa, i prezzi delle abitazioni sembrano avviati lungo un sentiero di crescita positivo, sebbene molto moderato (+1% a/a nel II trimestre del 2015). L'attuale fase di crescita appare più solida rispetto a quella avviata tra il 2009 e il 2010 e spenta dall'avvio della crisi dei debiti sovrani; soprattutto, appare più diffusa. Rispetto agli anni passati il contributo di Austria e Germania è molto maggiore e si osserva un rallentamento della flessione nei paesi ancora in calo (Grecia e Italia su tutti).

In Italia il mercato immobiliare mostra timidi segnali di ripresa, soprattutto dal lato delle compravendite: nei primi tre trimestri del 2015 il numero delle compravendite residenziali ha registrato un aumento del 5,3% rispetto allo stesso periodo del 2014. Elementi positivi arrivano anche dai prezzi: nel III trimestre del 2015, per la prima volta dal II trimestre del 2011, i prezzi delle abitazioni hanno interrotto la caduta e mostrato un lieve incremento congiunturale (+0,2%).

Una sensibile ripresa del mercato immobiliare in Italia avrebbe ripercussioni positive sia sulla fiducia delle famiglie, sia sul settore delle costruzioni, uno dei più penalizzati dalla crisi passata. Nei primi nove mesi del 2015 il comparto ha rappresentato il 4,7% del valore aggiunto complessivo dell'intera economia (dal 6,1% del 2008) e nel III trimestre del 2015 risultava del 32,1% inferiore a livello di inizio 2008, contro una flessione che per l'intera economia nello stesso periodo è risultata pari all'8,4%.

### Prezzi degli immobili in crescita nei paesi avanzati

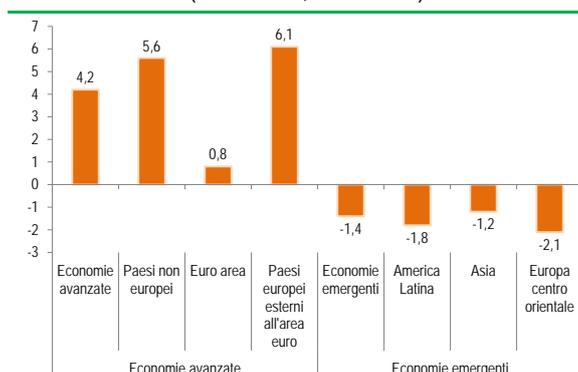
Nell'anno appena terminato la ricerca di rendimenti positivi e le politiche monetarie ancora molto espansive hanno spinto verso l'alto i prezzi degli immobili in molti paesi avanzati; il fenomeno ha destato l'attenzione di molte banche centrali, che nel timore di vedere replicati gli eccessi alla base della crisi finanziaria del 2007-2008 hanno avviato osservatori permanenti del settore. Sebbene nella maggior parte dei paesi i livelli dei prezzi siano molto distanti dai valori pre crisi, si evidenzia tuttavia una generale tendenza alla contrazione del rendimento dell'investimento immobiliare, soprattutto nei paesi avanzati e in particolare negli Stati Uniti. Secondo il Fondo monetario internazionale, nel secondo trimestre del 2015 (ultimo dato disponibile per confronti omogenei) i prezzi delle abitazioni nei paesi avanzati sono aumentati in media del 4%

a/a,<sup>1</sup> con picchi soprattutto in Australia, Canada, Regno Unito e Stati Uniti. Le quotazioni risultano in aumento, seppure più moderato, anche nell'Area euro, grazie alla forte crescita dei prezzi in Germania, Irlanda e Spagna, che più che compensa le flessioni di Francia, Grecia e Italia. Tra i paesi emergenti i prezzi risultano in media in discesa (-1,4% a/a). A pesare sul dato generale è soprattutto il rallentamento dei prezzi in Cina, in Russia e in Brasile, non compensato dalla forte crescita registrata a Hong Kong, in Ungheria e in Turchia.

Nonostante la crescita dell'ultimo anno, nei paesi avanzati le quotazioni immobiliari rimangono comunque in media ancora del 7% inferiori rispetto al 2007 (ultimo anno della precedente fase di forte espansione del ciclo immobiliare), con un minimo del -13,9% nel caso dei paesi dell'Area euro. Con riferimento ai paesi emergenti, i prezzi risultano ampiamente al di sopra del 2007 (+15,4%), grazie soprattutto al dato relativo all'America Latina, dove nonostante il cattivo andamento del mercato brasiliano dell'ultimo anno, i prezzi sono del 52% circa in media superiori a quelli del 2007.

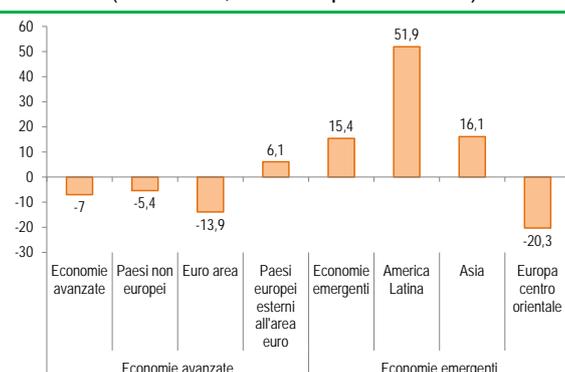
### I prezzi degli immobili residenziali nei paesi avanzati e in quelli emergenti

(nov. 2015, var % a/a)



### I prezzi degli immobili residenziali nei paesi avanzati e in quelli emergenti

(nov. 2015, var % rispetto al 2007)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su BIS

Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su BIS

Molto più che in passato, i valori medi nascondono realtà eterogenee; soprattutto, informazioni più dettagliate sull'andamento del comparto possono essere colte guardando ad altri indicatori, come quelli tradizionalmente utilizzati per analizzare fasi di sopra/sottovalutazione del mercato. A metà del 2015, tra i principali paesi per cui sono disponibili dati confrontabili, solo cinque mostravano una flessione tendenziale dei prezzi. In ordine di ampiezza, si tratta di Francia, Cina, Italia, Singapore e Grecia, mentre quattro paesi mostravano incrementi a due cifre (Hong Kong, Turchia, Irlanda e Svezia). Secondo un rapporto pubblicato dal FMI a fine 2015, in 10 dei 34 mercati monitorati il rapporto tra prezzo delle abitazioni e affitto risultava superiore di almeno il 10% rispetto al dato del 2010, segno di una sopravvalutazione del mercato. La situazione è particolarmente marcata in Turchia, Germania, Nuova Zelanda, Lussemburgo e Norvegia. Molti paesi dell'Area euro (inclusa l'Italia) mostrano un valore dell'indicatore ampiamente inferiore a quello del 2010, con un minimo osservabile in Spagna (-27,8%). Indicazioni meno nette provengono dall'analisi del rapporto prezzo delle abitazioni su reddito delle famiglie: sempre secondo il FMI i paesi che a metà 2015 presentavano valori superiori a quelli del 2010 di almeno il 10% erano

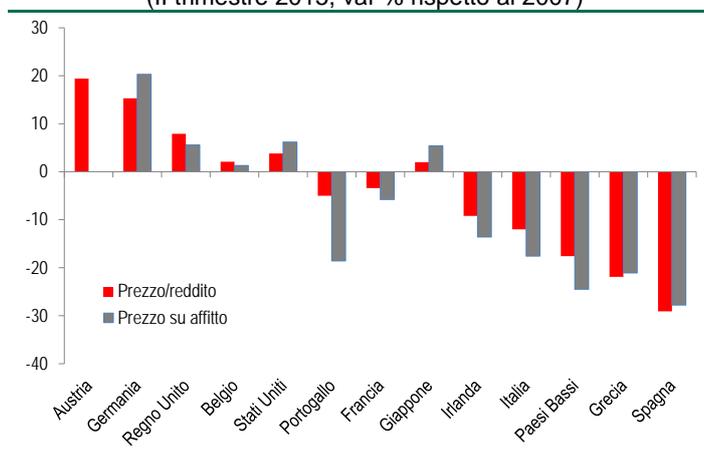
<sup>1</sup> I prezzi sono deflazionati utilizzando l'indice dei prezzi al consumo e pesati utilizzando le parità di potere d'acquisto.

Austria, Germania, Svizzera e Nuova Zelanda; per contro, valori di almeno il 10% inferiori a quelli del 2010 si osservavano in Spagna, Grecia, Paesi Bassi, Ungheria, Slovenia e Italia. Nel caso degli Stati Uniti, paese che viene osservato attentamente poiché origine del crollo che portò alla crisi del 2007, il mercato risulta solo leggermente sopravvalutato, con valori compresi tra il 6 e il 4% a seconda dell'indicatore considerato. Nel paese i prezzi dal 2011 sono saliti del 25% circa, ma rimangono ancora del 7% inferiori al picco raggiunto nel 2007.<sup>2</sup>

Nel corso dei primi tre trimestri del 2015 le vendite di abitazioni negli Stati Uniti sono cresciute del 6% circa a/a e secondo l'associazione nazionale dei costruttori il numero delle nuove unità abitative costruite stenta a tenere il passo con i nuovi posti di lavori creati. Notizie positive arrivano soprattutto dal consistente calo dello stock delle case pignorate: -22% a/a circa a novembre 2015, un dato che prolunga la già lunga serie di cali in corso ormai da novembre 2011.

### Rapporto prezzo delle abitazioni su reddito e su affitto in alcuni paesi

(Il trimestre 2015, var % rispetto al 2007)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati FMI

### L'Area euro tenta la ripresa

Nella media dei paesi dell'Area euro, dopo un alternarsi di fasi di salita e discesa i prezzi sembrano avviati lungo un sentiero di crescita positivo, sebbene molto moderato (+1% a/a nel II trimestre del 2015, quinto aumento tendenziale consecutivo). Secondo un'indagine condotta di recente dalla BCE<sup>3</sup> nel complesso dei paesi dell'Area euro tra il 1970 e il 2014 si sono avvicendate 37 fasi di crescita dei prezzi e 43 di calo. Le fasi di aumento sono durate in media 5 anni e hanno determinato una crescita media dei prezzi del 50%; le fasi di calo, più brevi (3 anni in media), hanno invece comportato un calo medio delle quotazioni del 16%.

L'attuale fase di crescita appare più solida rispetto a quella avviata tra il 2009 e il 2010 e poi spenta dall'avvio della crisi dei debiti sovrani, ma soprattutto appare più diffusa. Rispetto agli anni passati il contributo di Austria e Germania è molto maggiore e si osserva un rallentamento della flessione nei paesi ancora in calo (Grecia e Italia su tutti). Nei singoli paesi, inoltre, l'aumento riguarda sia le aree metropolitane sia quelle

<sup>2</sup> Gli indicatori vengono considerati sopra (o sottovalutati) se risultano superiori (o inferiori) rispettivamente di almeno il 10% rispetto al valore del 2010. Si veda su questo punto [www.imf.org](http://www.imf.org)

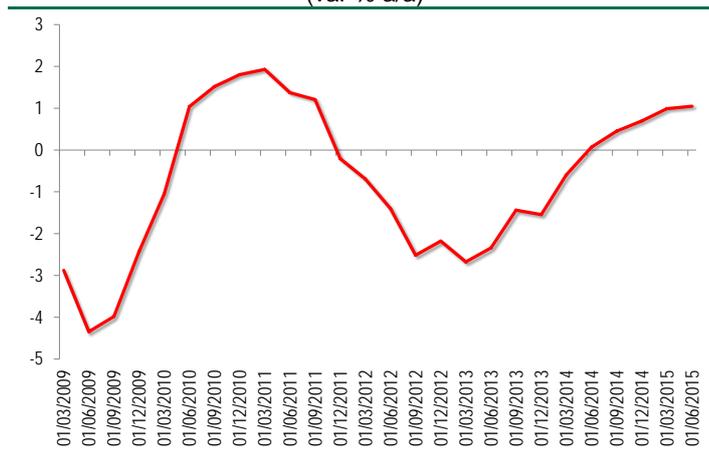
<sup>3</sup> Banca Centrale Europea, *Bollettino economico*, n. 6, 2015.

rurali; infine, in molti dei paesi in cui la crescita delle quotazioni era stata tumultuosa fino al 2007 gran parte degli squilibri sembrano quasi completamente riassorbiti.

Il buon andamento del mercato immobiliare nei paesi dell'Area euro è fondamentale per sostenere una più generale crescita economica che ancora stenta a registrare tassi superiori all'1,5%. Secondo la BCE nei 19 paesi della moneta unica in media le abitazioni rappresentano circa il 40% della ricchezza netta delle famiglie, e storicamente un periodo prolungato di ascesa dei prezzi, o la semplice aspettativa di una loro crescita, crea nelle famiglie la percezione di un aumento permanente della ricchezza determinando una riduzione della propensione al risparmio e in genere un aumento della propensione a contrarre prestiti. L'“effetto ricchezza” nei paesi dell'area ha un impatto senza dubbio inferiore che negli Stati Uniti, ma comunque rilevante. Il buon andamento del mercato immobiliare è auspicabile però soprattutto per i riflessi che ha sul sistema bancario. È sempre la BCE a osservare come nei paesi dell'Area alla fine del 2014 i prestiti ipotecari alle famiglie e alle imprese non finanziarie rappresentassero il 57% circa dei prestiti totali delle banche dell'area al settore privato non finanziario, il 17% delle loro attività totali e il 53% del Pil dei 19 paesi dell'area.

### Andamento dei prezzi delle abitazioni nell'Area euro

(var % a/a)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati FMI

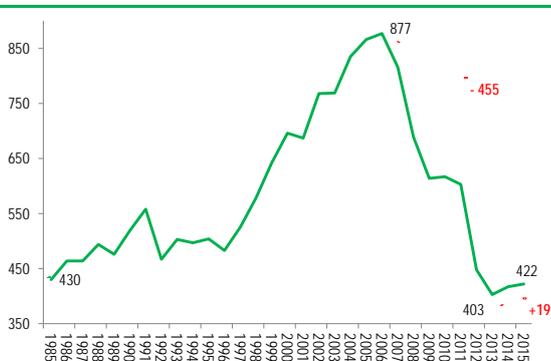
### In Italia timidi segnali di risveglio dell'immobiliare

In Italia il mercato immobiliare residenziale mostra timidi segnali di ripresa, soprattutto dal lato delle compravendite. Secondo l'Agenzia delle entrate tra giugno e settembre sono state compravendute 105mila abitazioni (+10,8% rispetto allo stesso trimestre del 2014, pari a oltre 10mila unità abitative in più). Variazioni positive si osservano in tutti i settori (non solo nel residenziale, ma anche nel terziario, commerciale, produttivo e pertinenze) per la prima volta dopo molti anni, con l'eccezione del IV trimestre del 2014, periodo in cui aveva giocato un ruolo fondamentale l'effetto fiscale,<sup>4</sup> che tuttavia dovrebbe aver esaurito il suo potenziale nel II trimestre del 2015.<sup>5</sup>

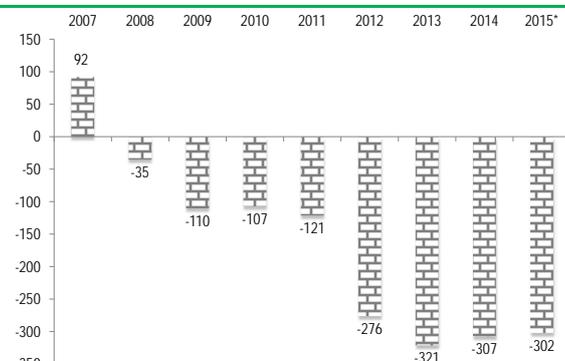
<sup>4</sup> Dal 1° gennaio 2014 è entrato in vigore il nuovo regime delle imposte di registro, ipotecaria e catastale, applicabile agli atti di trasferimento a titolo oneroso di diritti reali immobiliari (Articolo 10 del D.lgs. 14 marzo 2011, n. 23). A partire da tale data la nuova disciplina (più vantaggiosa per la generalità dei trasferimenti immobiliari) ha indotto gli acquirenti a traslare la stipula degli atti di compravendita al 2014; in

Nel complesso, nei primi tre trimestri del 2015 il numero delle compravendite residenziali ha registrato un aumento del 5,3% rispetto allo stesso periodo del 2014. Ipotizzando che nel IV trimestre dell'anno l'andamento del mercato sia rimasto neutrale (ossia che la crescita tendenziale sia stata nulla) nel 2015 si sarebbero realizzate 420mila compravendite, un valore pari a quello registrato in Italia verso la metà degli anni Ottanta e ancora pari a meno della metà di quello del 2006, anno di massima espansione del mercato. In base a tale stima, il numero cumulato di transazioni potenziali perse nei nove anni di calo del mercato arriva quasi a un milione e mezzo rispetto al numero medio di compravendite realizzate negli anni del boom, tra il 1997 e il 2006.

**Numero delle compravendite immobiliari in Italia**  
(in migliaia)



**Deficit di compravendite rispetto alla media del periodo di crescita del settore immobiliare (1997-2006)**  
(in migliaia)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su Agenzia delle entrate

Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su Agenzia delle entrate

La crescita delle compravendite ha interessato tutte le aree geografiche del paese, e in particolare le regioni del Nord dove nel III trimestre si è registrata una crescita del 13% a/a, a fronte del +7% di quelle del Sud e del +10,7% nel Centro. La crescita appare diffusa e piuttosto omogenea sia nelle città capoluogo, sia nelle minori. Tra le grandi metropoli si registrano aumenti a due cifre a Milano, Torino, Napoli e Firenze; crescono meno Genova, Palermo e Bologna e soprattutto Roma, dove comunque tra gennaio e settembre si è realizzato più di un terzo del totale delle compravendite delle principali 8 città italiane. Le regioni del Nord si confermano comunque di gran lunga le più rilevanti per l'andamento del mercato immobiliare, con oltre il 51% delle transazioni realizzate nei primi nove mesi dell'anno. Secondo la Banca d'Italia, nel III trimestre del 2015 il 65,7% delle compravendite intermedie dagli agenti immobiliari è stato possibile ricorrendo a un mutuo ipotecario, contro il 59,9% dello stesso trimestre del 2014.<sup>6</sup>

Nel III trimestre del 2015, per la prima volta dal II trimestre del 2011, i prezzi delle abitazioni hanno interrotto la caduta e mostrato un lieve incremento congiunturale: +0,2%. Il dato è frutto di una piccola flessione delle quotazioni delle abitazioni esistenti

tal modo l'andamento delle compravendite dell'ultimo trimestre del 2013 è risultato particolarmente negativo e per contro, eccezionalmente positivo quello del I trimestre del 2014.

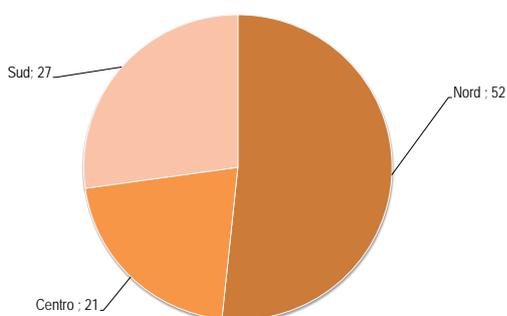
<sup>5</sup> Si veda su questo punto Agenzia delle entrate, Osservatorio del mercato immobiliare, III trimestre 2015, dicembre 2015.

<sup>6</sup> Banca d'Italia, "Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni", *Supplemento al bollettino statistico*, novembre 2015.

(-0,1%) e di un incremento dell'1,4% per quelle nuove, il maggiore da quando la serie è disponibile (2010). Le variazioni tendenziali, sia per le abitazioni nuove, sia per quelle esistenti, rimangono però negative anche se più contenute rispetto ai trimestri precedenti. Nei primi nove mesi del 2015 i prezzi registrano nel complesso un calo del 2,9% a/a (contro il -4,6% dello stesso periodo del 2014). La flessione cumulata dei prezzi rispetto allo stesso trimestre del 2010<sup>7</sup> sfiora in tal modo il 14%, a causa soprattutto del calo delle quotazioni delle vecchie abitazioni (che nel corso di cinque anni hanno perso oltre il 19%) e di una sostanziale tenuta (-0,1%) delle nuove. Per queste ultime i prezzi hanno cominciato la fase di calo con molto ritardo (I trimestre del 2013) e il valore dell'indice è sceso sotto il livello del 2010 solo nell'ultimo trimestre del 2014.

### Le compravendite per area geografica

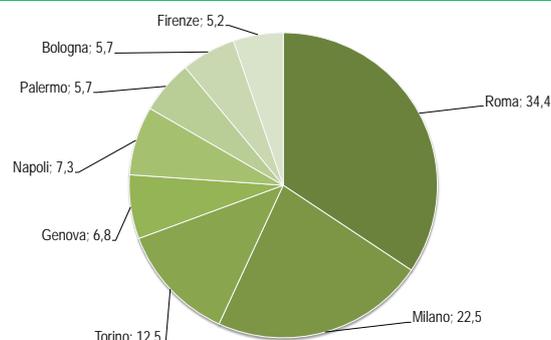
(Primi nove mesi del 2015; composizione % su Italia)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su Agenzia delle entrate

### Le compravendite nelle principali città italiane

(Primi nove mesi del 2015; comp. % sul totale delle 8 città)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su Agenzia delle entrate

Elementi a supporto di una timida ripresa del settore arrivano anche da alcuni indicatori complementari: secondo Nomisma nei mesi autunnali lo sconto medio applicato sul prezzo di vendita si è leggermente ridotto, interrompendo una lunga serie di aumenti. Analogamente, sono risultati leggermente più brevi i tempi medi di vendita arrivati, nelle principali città italiane, a poco meno di 8 mesi per le abitazioni esistenti, e a 8,5 per quelle nuove, un dato ancora molto elevato rispetto ai 5 mesi circa che richiedeva nel 2007 in media la vendita di un immobile residenziale.

Nell'attuale delicata fase economica italiana una ripresa del mercato immobiliare contribuirebbe a migliorare il generale senso di fiducia delle famiglie e a stimolarne la propensione al consumo; ciò per il peso rilevante che la proprietà immobiliare ha nel loro portafoglio.

Secondo i dati pubblicati dalla Banca d'Italia a fine 2015<sup>8</sup> il valore delle abitazioni in Italia rappresenta poco meno dell'85% della ricchezza reale e una percentuale rilevante di famiglie (67,7% secondo l'ultima rilevazione) risulta proprietaria

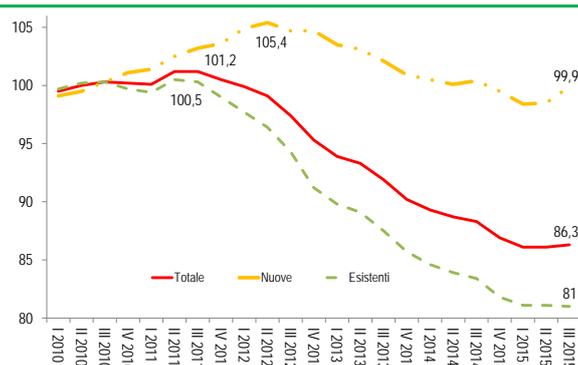
<sup>7</sup> Il 2010 è il primo anno dal quale sono disponibili le rilevazioni Istat.

<sup>8</sup> Il valore, riferito al 2013 viene riportato nel supplemento al bollettino statistico di dicembre 2015, "La ricchezza delle famiglie".

dell'abitazione di residenza.<sup>9</sup> Tale valore risulta tuttavia estremamente eterogeneo a seconda della classe di reddito e tipologia di occupazione del capofamiglia. Nei nuclei più ricchi oltre 9 famiglie su dieci sono proprietarie dell'abitazione di residenza, contro appena una su due nel caso delle famiglie con un reddito pari al valore mediano e solo una su cento per le più povere. Percentuali superiori al 75% di possesso si osservano nei nuclei familiari in cui il principale percettore di reddito ha oltre 55 anni e ha un livello di istruzione elevato. Il possesso dell'abitazione di residenza è ancora basso tra le famiglie di immigrati: secondo la rilevazione della Banca d'Italia solo il 22% circa dei nuclei con capofamiglia straniero possiede l'abitazione in cui vive con la famiglia. La diffusa proprietà dell'abitazione ha avuto ripercussioni negative sul bilancio delle famiglie durante gli anni di calo delle quotazioni: sempre secondo la Banca d'Italia tra il 2012 e il 2014 la ricchezza netta familiare è scesa in termini reali dell'11%, mentre il valore mediano è sceso del 3%. Tale differenza riflette il calo molto più accentuato della ricchezza netta per le famiglie più ricche (-15% circa nell'ultimo quintile) dovuto proprio alla maggiore presenza di abitazioni nei loro portafogli.

### Andamento dei prezzi delle abitazioni in Italia

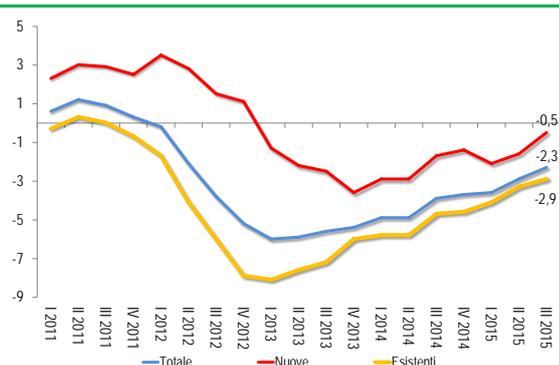
(Numero indice, 2010=100)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su Istat

### Variazione dei prezzi delle abitazioni in Italia

(var % a/a)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su Istat

La ripresa del mercato immobiliare avrebbe poi ripercussioni positive sul settore delle costruzioni, uno dei più penalizzati dalla recente crisi. In Italia il settore, nella sua accezione più ampia (comprensiva cioè anche delle imprese di installazione di impianti), conta circa 550mila imprese (dato al 2013, ultimo disponibile), il valore più alto in Europa, seguito a distanza dalla Francia (circa 513mila imprese), dalla Spagna (321mila) e dalla Germania (274mila). Nei primi nove mesi del 2015 il comparto ha rappresentato il 4,7% del valore aggiunto complessivo dell'intera economia (dal 6,1% del 2008) e nel III trimestre del 2015 risultava del 32,1% inferiore a livello di inizio 2008, contro una flessione che per l'intera economia nello stesso periodo è risultata pari all'8,4%.

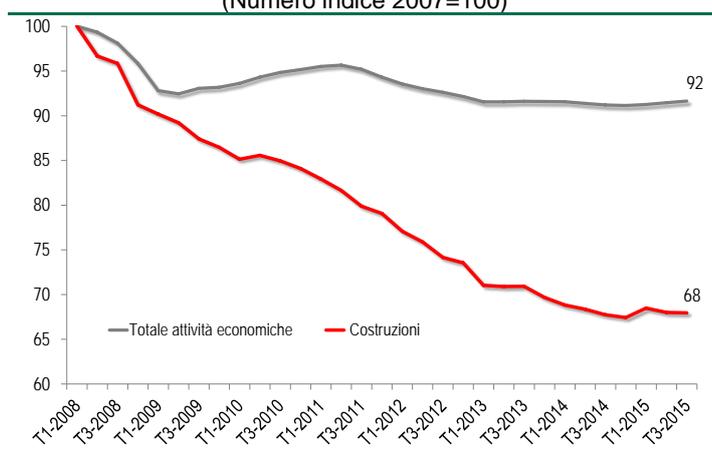
Secondo stime Ance gli investimenti in costruzioni tra il 2008 e la fine del 2015 avrebbero mostrato una flessione del 34,8%, mentre quelli in abitazioni sarebbero scesi leggermente meno: 27,6%, frutto di un aumento degli investimenti in manutenzione straordinaria (+19,4%) e di un calo pesantissimo registrato da quelli in nuove abitazioni che l'Ance stima in un -61,1%. Nel corso del 2015, in particolare, gli

<sup>9</sup> Banca d'Italia, "I bilanci delle famiglie italiane nell'anno 2014", *Supplementi al bollettino statistico*, dicembre 2015.

investimenti in nuova edilizia residenziale sarebbero diminuiti del 6% rispetto al 2014. La flessione è legata al calo consistente del numero di permessi per costruire. Secondo l'Istat il numero di abitazioni (nuove più ampliamenti) per cui è stato concesso un permesso per costruire ha registrato un picco nel 2005 (305.706 unità) per poi scendere progressivamente fino al 2014 quando ha raggiunto un minimo di 54mila unità, un valore che, se si escludono gli anni della seconda guerra mondiale, secondo stime Ance è paragonabile a quello del 1936.

### Andamento del valore aggiunto totale e delle costruzioni

(Numero indice 2007=100)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Istat

Un primo timido segnale positivo si registra dal lato dell'occupazione: dopo 19 trimestri consecutivi di calo, nel II trimestre del 2015 il numero degli occupati nel settore è aumentato del 2,5% su base annua. Nel III trimestre la crescita ha riguardato invece solo l'occupazione dipendente. Nonostante questo dato il bilancio da inizio crisi rimane pesantissimo: nel complesso, rispetto al III trimestre del 2008 si registrano oltre 480mila occupati in meno (-24,5%), di cui 362 mila dipendenti (-38,9%) e 120 mila indipendenti (-16,8%).

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.