



Edizione di sabato 26 marzo 2016

CASI CONTROVERSI

[L'assegnazione determina sempre passaggio a conto economico?](#)

di Comitato di redazione

BILANCIO

[La disciplina contabile dei costi per la realizzazione del sito internet](#)

di Luca Mambrin

ACCERTAMENTO

[La rilevanza fiscale delle valutazioni civilistiche di bilancio](#)

di Chiara Rizzato, Sandro Cerato

AGEVOLAZIONI

[Credito d'imposta per le attività di ricerca e sviluppo](#)

di Giovanna Greco

CONTABILITÀ

[Il rimborso spese dei dipendenti](#)

di Viviana Grippo

FOCUS FINANZA

[La settimana finanziaria](#)

di Direzione Finanza e Prodotti - Banca Esperia S.p.A.

CASI CONTROVERSI

L'assegnazione determina sempre passaggio a conto economico?

di Comitato di redazione

L'assegnazione agevolata dei **beni immobili** (e beni mobili registrati) delle società rappresenta una opportunità da non lasciarsi sfuggire, consentendo, da un lato, la **fuoriuscita** di beni dal perimetro aziendale (con ovvi vantaggi, ad esempio, sul versante delle **società di comodo**) e, peraltro verso, il godimento di un **carico fiscale davvero modesto**.

Una delle questioni che certamente andranno chiarite dall'Agenzia è la **base imponibile IVA** da utilizzare; a tale riguardo, non resta che attendere le eventuali indicazioni che giungeranno dalle Entrate, dovendoci confrontare con una disposizione troppo vaga quale risulta essere **l'articolo 13 del DPR 633/1972**.

Ma la vicenda che più interessa gli operatori in queste settimane è certamente la **modalità di rappresentazione contabile** dell'operazione di assegnazione, in merito alla quale si dovranno valutare due questioni centrali.

In primo luogo, la necessità di rappresentazione dell'operazione al **valore contabile** del bene assegnato, oppure al **valore corrente** del medesimo.

In seconda battuta e qualora si condividesse l'idea di rappresentare a valori correnti, la modalità di recepimento nelle scritture del **differenziale** (positivo o negativo) tra i due valori (contabile e corrente).

Su tali questioni, come noto, è stato emanato un **documento interpretativo** da parte della **Commissione Principi Contabili dell'ODCEC**.

Con il supporto di tale intervento, appare possibile rispondere in modo sensato al primo quesito: nonostante l'abitudine degli operatori fosse quella di ragionare in termini di valori contabili, **appare maggiormente corretto dare rappresentazione all'operazione adottando valori correnti**.

La correttezza di tale interpretazione discende direttamente dall'inquadramento della operazione di assegnazione che, come confermato più volte da parte del Notariato, consiste nella **estinzione di un debito** della società nei confronti del socio con utilizzo di un bene in natura anziché di denaro.

Così, ad esempio, ove si intendesse deliberare una distribuzione di dividendi, si dovrà indicare quanta parte di riserve si intende attribuire ai soci (nel rispetto della parità di condizioni, vale

a dire proporzionalmente alla quota di partecipazione al capitale oppure alla differente misura del diritto agli utili previsto dai patti societari); tale **debito** della società nei confronti del socio verrà **estinto** (meglio se in presenza di una previsione statutaria che autorizzi all'utilizzo di beni in sostituzione del denaro, oppure con il consenso unanime di soci) con l'**attribuzione** di un bene, che dovrà gioco forza essere apprezzato per il suo **reale valore corrente** (da stabilire prudentemente con una perizia, pur se non obbligatoria, oppure mediante riferimento a parametri il più possibile oggettivi) al fine di riuscire ad estinguere il predetto debito per il corretto valore scaturente dalla delibera.

Chiarito, dunque, che risulta più corretta tale impostazione, si tratta di comprendere come appostare il differenziale esistente tra valore di libro e valore corrente.

Sposando le indicazioni dell'IFRIC 17, il documento del CNDCEC privilegia l'utilizzo di una **plusvalenza** (ove il valore corrente sia maggiore di quello residuo contabile), ovvero di una **minusvalenza** (ove il valore corrente sia inferiore rispetto a quello netto contabile).

Se, ad esempio, si intende assegnare (per estinguere un debito verso un socio) un immobile dal valore corrente di **1.500** e dal valore contabile netto di **1.000**, il **differenziale di 500** rappresenterebbe, secondo la predetta tesi, una plusvalenza. Seguire tale impostazione determina, tuttavia, la necessità di avere un **patrimonio netto** di almeno 1.500, situazione non sempre presente nella pratica; la plusvalenza iscritta, infatti, rileverà come incremento del netto ma solo al termine del periodo in cui viene effettuata l'assegnazione.

Chiaramente, ragionare in questo modo significa considerare come non realizzabili operazioni di assegnazione in società che si trovano ad avere un netto limitato; ciò può essere prudentiale e condivisibile, anche se in alcuni casi **penalizzante**. Per converso, l'iscrizione della plusvalenza (o della minusvalenza) **in assenza di un realizzo** vero e proprio, potrebbe destare quale perplessità sul versante della **legittimità** del comportamento contabile.

Ci pare, allora, di poter affermare che – nonostante la posizione assunta dal documento ODCEC – **non possa essere considerato del tutto errato il comportamento volto ad evidenziare una riserva di netto**, proprio di ammontare pari al differenziale tra la quotazione del bene e la sua “targa” storica.

Quindi, riprendendo il precedente esempio, l'assegnazione del bene del valore corrente di 1.500, determinerebbe solo una apparente diminuzione del netto di pari importo, poiché contestualmente verrebbe apposta una **riserva di 500**, con la conseguenza che – di fatto – sarebbe sufficiente una copertura di netto di solo 1.000, vale a dire pari all'importo del residuo contabile del bene assegnato.

Tale seconda modalità di comportamento:

- da un lato evidenzia un **incremento del netto non connesso ad una destinazione di un utile realmente conseguito**;

- per altro verso **evita di falsare il conto economico** di un valore che emerge esclusivamente in conseguenza di una decisione dei soci.

Come si ha modo di valutare, allora, ciascuno dei metodi proposti presenta aspetti condivisibili ed altri censurabili.

Stante, però, l'assenza di una pronuncia ufficiale dell'OIC, che probabilmente non intende interessarsi di una questione dal "sapore" meramente **fiscale**, si crede che ciascuno possa **prescegliere la modalità di gestione contabile dell'accadimento che meglio lo soddisfa**, risultando che nessuna tra le due proposte sia nettamente migliore e preferibile dell'altra.

BILANCIO

La disciplina contabile dei costi per la realizzazione del sito internet

di Luca Mambrin

Il **sito internet** rappresenta ormai un'esigenza imprescindibile per le aziende la cui realizzazione ed implementazione può comportare il sostenimento di costi che possono essere significativi. Nel principio contabile OIC 24, relativo alle immobilizzazioni immateriali, non c'è una trattazione specifica dedicata al **trattamento contabile** da riservare ai costi sostenuti per la realizzazione di siti *web* e conseguentemente è necessario fare riferimento ai principi generali; nemmeno da un punto di vista **fiscale** vi è una disciplina specifica che regoli la deducibilità di tali costi, pertanto, le scelte fatte a livello civilistico e contabile assumeranno rilevanza anche da un punto di vista fiscale.

In linea generale la **capitalizzazione** dei costi dovrà essere effettuata solo se sono soddisfatti i requisiti richiesti dall'OIC 24 ovvero nel caso in cui sia rinvenibile **un'utilità futura** e sia **stimabile**, con ragionevole certezza, la loro **recuperabilità**; tuttavia la capitalizzazione non deve essere effettuata sempre e comunque, ma va tenuto conto di quelle che sono le caratteristiche del sito.

Se il sito ha soltanto una funzione **di promozione dell'attività dell'azienda** ("sito vetrina") e di "necessaria" presenza sul web, i costi sostenuti per la sua realizzazione dovranno essere considerati alla stregua di **spese di pubblicità** e **imputati nel conto economico dell'esercizio di sostenimento**.

Qualora invece si tratti di un sito di "**e-commerce**", funzionale all'effettuazione di vendite di beni o servizi sul *web*, i costi per la sua realizzazione saranno **capitalizzabili**, iscrivibili nella voce **B.I.3** tra i "*Diritti di brevetto industriale e diritti di utilizzazione delle opere dell'ingegno*" ed **ammortizzabili con riferimento alla residua possibilità di utilizzo**.

Da un punto di vista fiscale la **deducibilità** delle quote di ammortamento è regolata **dall'art. 103 comma 1 del Tuir** che stabilisce che tali quote possono essere dedotte **in misura non superiore al 50% del costo**, quindi con un periodo minimo di ammortamento fiscale pari a due anni. Solo nella particolare ipotesi che le spese per la realizzazione del sito di *e-commerce* possano essere configurate come un'espansione dell'attività aziendale verso direzioni mai intraprese allora tali spese potranno essere capitalizzate, previo consenso, ove esistente, del collegio sindacale, nella voce **B.I.1** tra i "

costi di impianto ed ampliamento" ed ammortizzate entro un periodo massimo di **cinque anni**; fiscalmente saranno deducibili a seconda dell'impostazione contabile prescelta.

Nel caso in cui il sito realizzato svolga **entrambe le funzioni** (sia promozionali – "sito vetrina" che di "e-commerce"), come spesso avviene, bisognerebbe invece ripartire il costo sostenuto e trattarlo conseguentemente.

Ulteriore casistica è rappresentata da quelle spese sostenute per la realizzazione di **portali aziendali integrati** che, oltre ad offrire agli utenti funzioni promozionali (o di e-commerce) presentano anche **un'area riservata** ai soci o ai dipendenti, **fruibile esclusivamente previa autenticazione**. Anche in tale circostanza, ai fini di una corretta rilevazione contabile sarebbe opportuna una ripartizione del costo complessivo, con la possibilità di **capitalizzazione delle spese sostenute per la realizzazione del sistema gestionale interaziendale**, la cui natura è quella di un **software applicativo**.

Anche nel caso di **software applicativo, se acquisito a titolo di proprietà**, il relativo costo sostenuto, comprensivo di eventuali oneri accessori di diretta imputazione, deve essere iscritto nella voce **B.I.3** dello stato patrimoniale tra i "Diritti di brevetto industriale e diritti di utilizzazione delle opere dell'ingegno" e sottoposto al processo di ammortamento **in relazione alla residua possibilità di utilizzo** (e preferibilmente a quote costanti), mentre da un punto di vista fiscale la **deducibilità** è ammessa in misura non superiore al 50% del costo sostenuto.

In ogni caso i costi **di manutenzione e gestione del sito** (costi di rinnovo del dominio, canoni di utilizzo dello spazio web) dovranno invece essere imputati a conto economico nell'esercizio di sostenimento.

ACCERTAMENTO

La rilevanza fiscale delle valutazioni civilistiche di bilancio

di Chiara Rizzato, Sandro Cerato

Sulla inclusione o meno delle valutazioni di bilancio nell'articolo 2621 del codice civile, rubricato *"false comunicazioni sociali"*, si stanno susseguendo **interventi giurisprudenziali** in forza anche e soprattutto del nuovo dettato normativo della **Legge 69/2015**, il quale ha modificato in maniera rilevante l'articolo sopra citato. Assirevi, nel recente quaderno numero 20, sostiene che esistono due tipi di tesi:

- la **restrittiva**, nella quale si sostiene che **il concetto di "fatti materiali" non possa includere le valutazioni**, in quanto le stesse rappresentano dei dati autonomi e distinti rispetto agli stessi;
- la **estensiva**, nella quale viceversa si ritiene che le valutazioni rientrino nel novero di applicazione della fattispecie penale.

In relazione al filone di pensiero estensivo, giova riportare questa considerazione: *"sotto un profilo tecnico ogni voce di bilancio è sostanzialmente frutto di un procedimento valutativo, la rappresentazione di fatti gestori nella sintesi espositiva di bilancio non può, in ultima istanza, prescindere da un'attività di valutazione e stima. Allo stesso modo, per effettuare una valutazione dovrà inevitabilmente esistere una realtà materiale da valutare"*.

Non entrando nel merito di questioni prettamente civilistiche e di analisi di sentenze, in questa sede si rende opportuno approfondire i possibili collegamenti che **le valutazioni civilistiche di bilancio detengono ai fini fiscali**. Il presente intervento è finalizzato, pertanto, all'analisi della **possibilità da parte dell'Amministrazione finanziaria di sindacare**, nell'attività di controllo, **le valutazioni di bilancio**, considerando che tale evenienza potrebbe verificarsi a prescindere dal fatto che il bilancio sia considerato falso da un punto di vista civilistico.

Interventi di prassi, nello specifico la **circolare 1/2008 della Guardia di Finanza**, affermano, nel paragrafo denominato *"il riscontro delle modalità di contabilizzazione, classificazione e valutazione a fini civilistici"*, che per i verificatori **diventa problematico stabilire se ed in che termini gli sia consentito estendere l'attività ispettiva "a monte" delle variazioni in aumento o in diminuzione** conseguenti all'applicazione delle specifiche regole previste dalle singole disposizioni di carattere tributario, sottponendo a controllo ed eventualmente sindacando le modalità di contabilizzazione, classificazione e valutazione adottate dall'impresa ai fini civilistici. Lo stesso documento precisa che in relazione alla problematica accennata, la questione non si pone in alcun modo nei casi in cui l'attività ispettiva riguardi:

- il **"fatto" od "evento materiale"** che è alla base della contabilizzazione, classificazione

- o valutazione civilistica;
- le **concrete connotazioni fenomeniche**;
- gli **effettivi aspetti di carattere quantitativo e qualitativo**;
- gli altri profili che attengono alla dimensione “materiale” della voce di bilancio.

In sostanza viene specificato, attraverso una **lista di possibili controlli**, che gli stessi rappresentano adempimenti di natura ispettiva che non si riferiscono alle **modalità di rappresentazione contabile degli accadimenti aziendali e quelle di rilevazione di bilancio** ovverosia le valutazioni estimative effettuate dal contribuente. Gli stessi, pertanto, riguardano solamente gli **aspetti materiali** del fatto o dell'evento di cui la voce di bilancio rappresenta la manifestazione contabile.

L'Amministrazione finanziaria controlla l'eventuale “**incompletezza, falsità o inesattezza**” dei **dati di bilancio** mediante le disposizioni in tema di accertamento analitico e analitico-induttivo. Nonostante ciò la circolare argomenta sulla possibilità o meno di entrare nel merito delle **modalità di contabilizzazione, classificazione e valutazione operate ai fini civilistici** e nello specifico se sia possibile sindacare le scelte operate dai redattori del bilancio nei casi in cui le disposizioni civilistiche e i principi contabili consentano margini di **discrezionalità** con riguardo alla stima, alla valutazione o alla classificazione di certe voci effettuate dai redattori stessi. Per il **principio di derivazione** del reddito d'impresa dall'utile o perdita risultante dal conto economico risultano esistere:

- un **influsso diretto delle modalità contabili sulle modalità di formazione della base imponibile**;
- delle conseguenze, da un punto di vista fiscale, diverse da quelle configurate per l'impresa, a seguito della circostanza in cui le modalità di cui sopra non risultino conformi alle regole della legislazione e della prassi contabile.

Si rende opportuno riportare quanto stabilito dalla **circolare 73/E/1994**: “*la normativa fiscale nulla dispone riguardo ai poteri dell'Amministrazione finanziaria di sindacare le valutazioni civilistiche. Qualora l'impresa non si attenga alle previsioni civilistiche e non provveda ad operare le rivalutazioni si può affermare, in via di principio, che l'Amministrazione non è legittimata ad entrare nel merito delle valutazioni operate in sede civilistica e dovrà pertanto attenersi alle risultanze di bilancio. Tuttavia, se, successivamente all'approvazione, il bilancio viene riconosciuto falso in sede giudiziaria e dalla declaratoria del giudice emerge materia imponibile non si può escludere un'azione accertatrice di detto maggior reddito*”.

A prescindere da tutto, l'Amministrazione finanziaria ha comunque la **facoltà** di sottoporre a sindacato di merito, ove vi siano delle norme che lo consentano, le scelte effettuate dall'impresa in ordine ai margini di **valutazione e stima** di alcune voci di bilancio. Si noti che, per la prassi citata, la disciplina che consente tali tipologie di verifica è nello specifico quella che detiene una finalità anti-elusiva e non anti-evasiva.

AGEVOLAZIONI

Credito d'imposta per le attività di ricerca e sviluppo

di Giovanna Greco

L'Agenzia delle Entrate con la **circolare n. 5/E del 16 marzo 2016** ha fornito le prime indicazioni operative ai fini della determinazione del credito d'imposta per le attività di ricerca e sviluppo previsto dall'**art. 3 D.L. n. 145/2013** come modificato dalla legge di Stabilità 2015.

Il novellato art. 3 D.L. n. 145/2013 riconosce, per i periodi d'imposta successivi al 2014 e fino al periodo in corso al 31 dicembre 2019, a **tutte le imprese** – senza limiti di fatturato e indipendentemente dalla forma giuridica, dal settore economico in cui operano e dal regime contabile adottato – che effettuano **investimenti in attività di ricerca e sviluppo**, un credito di imposta pari al 25% delle spese incrementali sostenute rispetto alla media dei medesimi investimenti realizzati nei tre periodi di imposta precedenti a quello in corso al 31 dicembre 2015.

La misura del credito sale **al 50%** per le spese che hanno avuto ad oggetto l'assunzione di personale molto qualificato e per quelle relative a contratti di ricerca esterni con enti di ricerca ed Università, ed infine anche i compensi corrisposti all'amministratore, che non sia dipendente dell'impresa ma che svolge però attività di ricerca. Il credito di imposta spetta fino a un importo massimo annuale di **5 milioni di euro** (nella precedente formulazione, il limite massimo era di 2,5 milioni di euro) per ciascun beneficiario, a condizione che siano sostenute spese per attività di ricerca e sviluppo per **almeno 30.000** euro (nella precedente formulazione, 50.000 euro).

Il **bonus** viene riconosciuto in maniera **automatica** dopo aver sostenuto le spese agevolate, facendo riferimento a ciascun periodo di imposta per il quale si intende accedere all'agevolaione. L'impresa quindi non dovrà più presentare un'apposita **istanza** per via telematica.

Dal punto di vista soggettivo il credito d'imposta è riconosciuto a tutte le imprese residenti nel territorio dello Stato e alle stabili organizzazioni nel territorio dello Stato di soggetti non residenti che effettuano investimenti in attività di ricerca e sviluppo, indipendentemente dalla natura giuridica, dalla dimensione aziendale, dal settore economico in cui operano e dal regime contabile adottato.

Al riguardo, il documento di prassi spiega che rientrano nel gruppo dei soggetti beneficiari i consorzi, le **reti-soggetto**, gli **imprenditori agricoli** e gli **enti non commerciali** con riferimento all'attività commerciale eventualmente esercitata. Rimangono invece **escluse** le imprese soggette a procedure concorsuali non finalizzate alla continuazione dell'esercizio dell'attività

economica, come solitamente avviene nel caso del fallimento e della liquidazione coatta.

Sul **piano oggettivo** la circolare precisa che le attività di ricerca e sviluppo, che devono ricadere nell’elenco contenuto nelle decreto attuativo del 27 maggio 2015, possono essere svolte anche in **ambiti diversi** da quelli scientifico e tecnologico – ad esempio in ambito storico o sociologico – l’importante è che le attività di ricerca e sviluppo siano dirette all’acquisizione di nuove conoscenze, all’accrescimento di quelle esistenti e all’utilizzo di tali conoscenze per nuove applicazioni.

Con riferimento alle **spese ammissibili ai fini della determinazione del credito di imposta** la circolare individua le seguenti quattro categorie:

- **personale altamente qualificato** impiegato nelle attività di ricerca e sviluppo, in possesso di un titolo di dottore di ricerca, ovvero iscritto ad un ciclo di dottorato, ovvero in possesso di laurea magistrale in discipline di ambito tecnico o scientifico;
- quote di **ammortamento** delle spese di acquisizione o utilizzazione di strumenti e attrezzature di laboratorio;
- **contratti di ricerca** stipulati con università, enti di ricerca e organismi equiparati, e con altre imprese;
- **competenze tecniche e privative industriali** relative a un’invenzione industriale o biotecnologica, a una topografia di prodotto a semiconduttori o a una nuova varietà vegetale, anche acquisite da fonti esterne.

L’Agenzia delle Entrate ha chiarito anche la possibilità di **cumulare** il credito d’imposta con il **bonus** relativo agli investimenti in beni strumentali nuovi. La cumulabilità è prevista anche con riguardo al **patent box**. I costi rilevanti per l’attribuzione del credito di imposta per attività di ricerca sono computabili anche nella determinazione del reddito detassato.

CONTABILITÀ

Il rimborso spese dei dipendenti

di Viviana Grippo

Le spese sostenute dai **dipendenti** nelle **trasferte** possono essere classificate in quattro tipologie:

1. spese di **viaggio** sostenute per raggiungere il luogo ove verrà svolta l'attività di lavoro (trasferta);
2. spese di **vitto** relative ai pasti;
3. spese di **alloggio**, per i pernottamenti;
4. altre spese, tra queste rientrano tutte le spese sostenute dal dipendente **inerenti** con l'attività di lavoro svolta in trasferta.

Il **rimborso** delle spese può avvenire in maniera **analitica**, sulla base cioè della documentazione presentata, ovvero in maniera **forfettaria**.

Per capire come si devono rilevare le spese facciamo degli esempi partendo dall'ipotesi di **rimborso analitico**.

Un dipendente sostiene le seguenti spese per una trasferta **fuori dal comune** in cui è ubicata la sua sede di lavoro:

- fattura del treno intestata alla società,
- fattura dell'albergo intestata al dipendente,
- ricevuta del ristorante.

Le **scritture contabili** relative alle spese di viaggio saranno le seguenti, con rilevazione anche dell'Iva:

Diversi a Debiti vs dipendente Rossi M.

Spese di viaggio

Iva a credito

Per le spese di vitto ed alloggio si può scegliere se rilevare l'**Iva** ponendola **indetraibile** ovvero registrare solo il costo comprensivo dell'imposta. Si riporta la scrittura relativa alla prima ipotesi:

Diversi a Debiti vs dipendente Rossi M.

Alberghi e ristoranti

Iva indetraibile

Quando il rimborso avviene **forfetariamente** si parla più propriamente di indennità di trasferta. Si tratta di una "ulteriore" voce del salario/stipendio ordinario. Contabilmente l'impresa deve rilevare le indennità **unitamente alle retribuzioni**.

La scrittura da eseguire deve essere dapprima quella di rilevazione dello stipendio lordo e dell'indennità di trasferta:

Diversi a Dipendenti c/ retribuzioni

Retribuzione linda

Indennità di trasferta

e successivamente quella relativa alla rilevazione delle ritenute:

Dipendenti c/ retribuzioni a Diversi
 a Ritenute Inps
 a Ritenute Irpef

Si riporta una tabella riepilogativa della **deducibilità delle spese per trasferta** in capo all'azienda.

Vitto e alloggio	Trasferta nel comune	Deducibile il 75% del costo
	Trasferta fuori dal comune	Deducibile nel limite di 180,76 (Italia) e 258,23 (estero)
Auto	Trasferta nel comune	Costo di percorrenza secondo tabelle Aci, ovvero secondo tariffe di noleggio relative ad autoveicoli di potenza non superiore a 17 cavalli fiscali (20 C.F. se diesel)
	Trasferta fuori dal comune	
Spese di viaggio (auto escluse) e spese residuali	Trasferta nel comune	Interamente deducibile
	Trasferta fuori dal comune	

FOCUS FINANZA

La settimana finanziaria

di Direzione Finanza e Prodotti - Banca Esperia S.p.A.



Andamento dei mercati

Europa

Negativa la settimana dei listini europei, corta per la chiusura di venerdì dovuta alle festività pasquali. A scoraggiare il morale degli investitori contribuiscono gli attentati di Bruxelles e il conseguente clima di tensione a livello internazionale; parte dei ribassi sono, infatti, spiegabili come semplici prese di profitto dei risparmiatori che, in attesa della nuova stagione delle trimestrali societarie, chiudono le posizioni lunghe dopo il rally dell'azionario delle ultime settimane. La nuova stagione di trimestrali sembra preoccupare soprattutto per le stime degli analisti, molte delle quali sono costantemente in ribasso: guardando all'indice Euro Stoxx 600, ad esempio, se a inizio anno gli analisti prevedevano in media un incremento degli utili societari del 5.7%, le medesime stime vedono adesso i profitti in diminuzione dello 0.9%. A guidare i ribassi dei listini europei, negli ultimi giorni, sono state le performance dei titoli di società legati alle commodities e alla produzione di energia. In seguito al nuovo incremento registrato dalle scorte Usa che, per la sesta settimana consecutiva, salgono a nuovi livelli record, e al rafforzamento del dollaro, infatti, si è registrata una nuova discesa dei prezzi del petrolio, nuovamente sotto i \$ 40 a barile. Partita presso la BCE la settima operazione Tltro (Targeted long-term refinancing operation): il restyling dell'operazione di rifinanziamento, parte del pacchetto di misure espansive varate dal direttivo BCE il 10 marzo, potrebbe consentire alle banche di ottenere una remunerazione per la liquidità presa in banca centrale, purché venga impiegata in finanziamenti all'economia reale. I fondi messi a disposizione oggi, a tasso zero, arriveranno a scadenza nel febbraio 2018 mentre, nella nuova versione Tltro, i finanziamenti (saranno in tutto quattro e si terranno con cadenza trimestrale da giugno 2016 fino a marzo 2017) avranno durata 4 anni.

Stoxx Europe 600 -1.25%, Euro Stoxx 50 -1.35%, Ftse MIB -1.82%

Stati Uniti

Settimana contrastata per i listini statunitensi, con volumi sottili che riflettono l'avvicinarsi del periodo pasquale e testimoniano, secondo alcuni broker, un clima di maggiore incertezza sulle prospettive dell'economia dopo le cinque settimane di rialzo che hanno sostanzialmente annullato il crollo dei mercati azionari registrato a inizio 2016. Sostenute le quotazioni del dollaro, in particolare per i commenti rialzisti di diversi esponenti del comitato Fed. Dopo Lockhart lo scorso venerdì, ha parlato, infatti, in questi giorni John Williams, presidente della Fed di San Francisco, secondo il quale – considerata una situazione globale pressoché invariata rispetto ad adesso e una serie di dati macro che continuano a confermare gli attuali trend – i meeting di aprile o giugno sarebbero, senza dubbio, quelli con un maggiore potenziale per un nuovo aumento dei tassi. Il Presidente della sezione di Chicago, Charles Evans, ha dichiarato altri due rialzi dei tassi assolutamente ragionevoli per quest'anno; sulle prospettive dell'inflazione pesano, invece, le parole del numero due della Banca Centrale, Jeffrey Lacker, che ha ribadito di vedere un trend positivo nei recenti trend dei prezzi al consumo, tenendo anche in considerazione come l'inflazione core – che esclude di fatto i prezzi dei beni energetici – sia più robusta quest'anno e che nel 2017 sarà vicina al 2%. A livello macro, contrastate le indicazioni sul settore immobiliare. Da una parte, infatti, brusco rallentamento per le vendite di abitazioni esistenti mese su mese, che a febbraio scendono di oltre il 7% a fronte del +0.4% di gennaio e del -3% atteso dagli analisti, probabilmente per ragioni legate in buona parte alle dure condizioni climatiche invernali nel Midwest e nel Northeast. Dall'altra parte, la vendita di nuove case nel mese di febbraio ha toccato le 512 mila unità, rispetto alle 510 mila di consensus e in crescita contro le 502 mila di gennaio – dato rivisto al rialzo dal precedente 494 mila... Grossomodo invariato rispetto al mese passato il settore manifatturiero US a marzo, con l'indice preliminare rilasciato da Markit che scende a 51.4 punti a fronte di attese per 51.9, foraggiato da altri indicatori della scorsa settimana che lasciavano intravedere una timida ripresa. A livello regionale, infatti, anche l'indice dell'attività manifatturiera della Fed di Richmond sale a 22 punti in marzo, dopo un -4 a febbraio e un valore pressoché piatto previsto dagli analisti.

S&P 500 +0.47%, Dow Jones Industrial +1.02%, Nasdaq Composite +0.10%

Asia

I mercati asiatici concludono una settimana sostanzialmente a due velocità, dopo aver vissuto sedute contrastate legate soprattutto alla debolezza dei prezzi delle commodities e del

petrolio. Il Giappone, chiuso lunedì, vede sedute con volumi degli scambi in drastico calo rispetto a quelli dell'ultimo mese; gli scambi si rivelano, infatti, praticamente dimezzati rispetto alla media degli ultimi trenta giorni, su incertezze relative al tasso di cambio con il dollaro che influenza a sua volta i conti delle società esportatrici. Sostanzialmente positiva, invece, la Cina: secondo diversi analisti gli attuali livelli potrebbero essere da supporto, per quanto sia innegabile notare che gli aumenti registrati dai minimi del 2016 possano essere stati guidati anche da un intervento governativo, avvenuto proprio in concomitanza del Congresso Nazionale del Popolo. Tratta lievemente in negativo l'Australia, dopo i ribassi delle società legate all'estrazione mineraria e in seguito delle parole governatore della RBA, Glenn Stevens, che vede l'economia nazionale in recupero, facendo così intendere che per il momento ulteriori misure monetarie espansive sono da escludersi.

Nikkei -0.26%, Hang Seng -0.77%, Shanghai Composite +1.93%, ASX -1.62%

Principali avvenimenti della settimana

A livello di Eurozona, riflettori puntati naturalmente sulla situazione politica internazionale e sugli attacchi terroristici di Bruxelles. Nuove notizie sono intanto arrivate dal fronte greco: gli ispettori di UE, BCE e Fmi erano, infatti, ad Atene per valutare i progressi compiuti dal governo greco sulle riforme. Dombrovskis ha dichiarato, a un gruppo di quotidiani tedeschi, che i colloqui con Atene sono stati costruttivi, aggiungendo però che c'è ancora molto da fare. È intanto entrato in vigore ieri l'accordo sui migranti fra UE e Turchia, con Atene che però, secondo quanto riportato dai principali quotidiani, chiede più tempo per attuare il programma di rimpatrio dei migranti. A livello macro, scende come prevedibile la fiducia dei consumatori dell'Eurozona, registrando a marzo -9.7 punti a fronte dei -8.3 attesi. Anche le aspettative sulla crescita economica dell'area, registrate dal Sondaggio Zew, si fermano a 10.6 contro i 13.6 punti di febbraio. Migliori del consensus, invece, gli Indici Pmi Composto e Servizi, rispettivamente a 53.7 e 54 punti per il mese corrente; in linea con le attese, a 51.4, si attesta il Pmi per il settore manifatturiero. Guardando all'Italia, sul rating Dbrs ha confermato venerdì il giudizio ad A (low) con trend stabile, il livello più alto tra le quattro agenzie seguite dalla BCE. Dbrs ha sottolineato l'impegno del governo sul fronte fiscale, riconoscendo all'Italia una posizione di bilancio relativamente buona a confronto con gli altri paesi dell'area euro e i progressi nel compimento delle riforme strutturali e istituzionali. Ma, avverte l'agenzia, il Paese resta esposto a criticità significative, come possibili shock esterni, alto debito pubblico e bassa crescita potenziale.

Guardando alle società europee, in attesa della ripresa della stagione delle trimestrali, newsflow incentrato sul settore bancario. In primis, ad attirare l'attenzione il succedersi di notizie sulla fusione tra le due italiane Banco Popolare e Banca Popolare di Milano: dopo aver sospeso le rispettive azioni dal trading nella seduta di mercoledì, le due banche hanno annunciato di aver sottoscritto un protocollo di intesa per un'operazione di fusione che porterà alla nascita del terzo gruppo bancario italiano. L'operazione prevede un aumento di capitale

per un importo complessivo da € 1mld a carico di Banco Popolare da eseguirsi prima della fusione che dovrà essere approvata dalle assemblee entro il 1° novembre. Cambio al vertice per la francese Axa: il Ceo Henri de Castries ha annunciato le sue dimissioni dal 1 settembre, dopo quasi 17 anni, per lasciare il posto ad un diverso management che implementerà un nuovo piano strategico. Procede nel piano di taglio costi Credit Suisse: la seconda banca svizzera ha, infatti, dichiarato mercoledì il taglio di oltre 2,000 posti di lavoro nel Global Markets Business. Nel campo delle telecomunicazioni, secondo fonti stampa, si rafforza ulteriormente l'asse Italia – Francia: nonostante le smentite del Cfo di Mediaset, secondo il Sole 24 Ore, Mediaset e Vivendi sarebbero al lavoro per un'intesa nella pay tv nel quadro di uno scambio di quote azionarie del 3% fra le società a monte che prevede una rappresentanza incrociata nei rispettivi Cda. L'ostacolo maggiore resta la valutazione degli asset, scrive il quotidiano. Restando in tema Vivendi, le pressioni del gruppo francese sembrano avere fatto capitolare l'AD di Telecom Italia, Marco Patuano: a seguito delle sua dimissioni, il Cda ha conferito temporaneamente le deleghe al presidente Giuseppe Recchi. In ambito italiano, via libera condizionato dell'Antitrust alla concentrazione tra Mondadori e Rcs Libri, con l'obbligo di cessione della casa editrice Bompiani e della partecipazione in Marsilio ad acquirenti che dovranno essere preventivamente approvati dall'Autorità. In campo farmaceutico, Novartis ha trovato un accordo con le autorità US in relazione ad un caso di corruzione in Cina: il gigante farmaceutico basilese ha accettato di pagare una multa di \$ 25 mln per episodi di corruzione di medici cinesi al fine di vendere medicinali nel paese asiatico. Bayer è arrivata a guadagnare oltre il 5% a Francoforte nella seduta di lunedì dopo che fonti informate dei fatti hanno dichiarato a Reuters che Monsanto ha discusso, con il colosso chimico tedesco, un possibile deal relativo alle attività nel settore agricolo, business valutato dagli analisti di Ubs circa € 40 mld, secondo nel mondo solo a quello di Syngenta. Nella grande distribuzione, Sainsbury, seconda catena di supermercati in UK, vede avvicinarsi la chiusura del deal per acquisire Home Retail per circa \$ 2 mld, e aumentare così la propria presenza nelle vendite online, dopo il ritiro di Steinhoff International dalla competizione. La francese Casino ha portato a termine la vendita a BJC group della sua partecipazione nella tailandese Big C Supercenter PCL per € 3.1 mld. Pesa ancora il calo del petrolio sulle società energetiche: guardando al nostro Paese, il crollo degli ultimi mesi ha costretto Eni a ridurre drasticamente investimenti e costi nei prossimi quattro anni e nel contempo ha spinto la major ad accelerare sulle dismissioni, anche per confermare il pagamento del dividendo. L'AD Claudio Descalzi ha, inoltre, detto che Eni non ha scelto SK Capital per cedere una quota di maggioranza di Versalis, ma che il fondo Usa ha vinto un "beauty contest" e ora si sta verificando se ha la capacità finanziaria per sostenerla.

Newsflow societario US incentrato su importanti operazioni di M&A e su qualche trimestrale. Per quanto riguarda il primo ambito, brilla su tutte l'annunciata fusione nel settore alberghiero tra Starwood & Resort Worldwide e Marriot International, proprietaria anche dei marchi Sheraton e Westin, che porterà alla creazione di un vero e proprio colosso statunitense. L'offerta di Marriot, da \$ 13.6 mld, è riuscita a superare il precedente rilancio del gruppo assicurativo cinese Anbang per \$ 13 mld. In secondo luogo, di grande interesse la fusione tra HIS e Markit: con un nuovo gruppo da oltre \$ 13 mld, IHS, società d'informazione, ha annunciato infatti l'acquisizione dell'inglese Markit, attiva nell'informazione finanziaria, precisando che la società avrà sede a Londra. Il management ha escluso l'applicazione della

anti-inversion rules, introdotta per arginare l'uscita di capitali con spostamenti di sede all'estero tramite acquisizioni. Thermo Fisher Scientific, fornitore di prodotti per società farmaceutiche e biotecnologiche, ha inviato una lettera aperta agli azionisti di Affymetrix, ribadendo che la propria offerta di acquisizione da \$ 1.3 mld, per la società è superiore a quella del rivale Origin Technologies; quest'ultima, a sua volta, aveva sollevato dubbi sulla credibilità dell'offerta di Thermo Fisher, sulla sua possibilità di ottenere i finanziamenti necessari e su eventuali issue con le autorità antitrust. Con riguardo alle operazioni non andate in porto per il momento, il management di Staples sta criticando duramente la decisione della commissione commercio statunitense, di bocciare l'acquisizione di Office Depot per \$ 6.3 mld, sostenendo come non si tenga conto della concorrenza da parte dei retailers online. Nel settore farmaceutico, dopo il profit warning della scorsa settimana e la perdita maggiore al 50% per le proprie azioni, Valeant Pharmaceuticals ha annunciato le dimissioni del CEO Michael Pearson e l'ingresso nel consiglio d'amministrazione di Bill Ackman, primo azionista della società e gestore del fondo hedge attivista Pershing Square. Ricco il newsflow su Apple: la società ha presentato un modello di iPhone con uno schermo ridotto e un prezzo inferiore ai modelli con maggiori dimensioni che dovrebbe riuscire a penetrare nei paesi a minor reddito e tra gli utenti meno sofisticati, bilanciando il rallentamento delle vendite dell'ultimo trimestre. Apple ha, inoltre, dichiarato di avere valutato l'acquisizione di uno dei suoi fornitori, l'inglese Imagination Technologies, produttore di software per dispositivi system-on-chip: nonostante non ci sia al momento nessun piano operativo a riguardo, sulla notizia dell'interesse di Apple, le azioni Imagination hanno messo a segno un'ottima performance. Guardando alle trimestrali, i risultati di Tiffany hanno superato le attese degli analisti, grazie all'aumento dei prezzi medi e alla parallela riduzione dei costi delle principali materie prime (diamanti, oro, argento); la società ha, tuttavia, dichiarato che i risultati dei prossimi trimestri potrebbero registrare cali a causa della forza del dollaro. Anche General Mills ha rilasciato risultati trimestrali superiori alle attese degli analisti, grazie ad azioni di taglio costi che hanno bilanciato il calo del fatturato registrato dalla società, così come dai principali competitors (Kellogg e ConAgra su tutti) a seguito dello spostamento dei consumatori verso prodotti salutistici. Starbucks, infine, ha annunciato che partirà a breve la vendita di capsule compatibili con macchine Nespresso e che l'acquisto di prodotti del gruppo al di fuori dei punti vendita garantirà comunque punti fedeltà da consumare nella catena.

Dal punto di vista macro delle economie asiatiche, ad attirare l'attenzione il newsflow proveniente dalla Cina: di inizio settimana la notizia secondo la quale la China Securities Finance Corporation rincomincerà a offrire finanziamenti a breve termine (7-182 giorni) alle securities firms per la realizzazione di margin trading. A rassicurare ulteriormente la comunità finanziaria contribuiscono poi le parole del premier Li Keqiang sulla volontà del governo di sostenere la crescita e di sviluppare il link tra i mercati di Hong Kong-Shenzhen entro l'anno. Guardando al Giappone, si evidenzia il nuovo rallentamento del comparto manifatturiero, con l'indice Pmi a 49.1 punti, sotto la soglia indice di contrazione, a fronte dei 50.5 attesi. A livello macro, inoltre, sono state pubblicate le minute delle posizioni dei vari membri del direttivo della Bank of Japan durante il meeting di politica monetaria di metà marzo. Quello che emerge è in primo luogo un'accesa discussione sui pro e contro della decisione presa in gennaio di adottare tassi negativi: sembra che un esponente del board abbia addirittura affermato che

sarebbe preferibile cancellare la misura, pur riconoscendo che farlo immediatamente causerebbe confusione nel mercato e rischierebbe di erodere la credibilità dell'istituto centrale. Intervenendo poi in parlamento, il governatore Kuroda ha affermato che i tassi negativi avranno un impatto su economia e prezzi, anche se con un qualche ritardo, ma ha sottolineato che non tutti i problemi del Giappone possono essere risolti con la politica monetaria.

Appuntamenti macro prossima settimana

USA

Dopo le numerose dichiarazioni dei membri del comitato Fed , ancora una volta, sulla dipendenza dai dati macroeconomici della Banca Centrale, la settimana in arrivo si annuncia rilevante per le nuove letture di indicazioni sul mercato del lavoro. Sia il rapporto Adp che i numeri ufficiali del prossimo venerdì sono attesi in calo rispetto al mese precedente, ma la disoccupazione è stimata ancora al 4.9%. Rilevanti inoltre le letture degli indici sulla fiducia, con la lettura dell'indice rilasciato dal Conference Board e quello dell'Università del Michigan. Spese e Redditi Personal, infine, forniranno indicazioni sulla capacità di spesa dei consumatori e sulla ripresa dei consumi interni.

Europa

Meno ricca di spunti la settimana corta per l'Eurozon: come per gli Usa, saranno in arrivo i dati sulla fiducia dei consumatori, presumibilmente influenzati dagli attentati di Bruxelles, e sulla disoccupazione, vista stabile al 10.3%. Di rilievo, inoltre, e particolarmente sotto i riflettori ai fini della politica monetaria della BCE, i livelli di inflazione certificati dal Cpi stimato e base anno su anno di marzo.

Asia

Pochi spunti per le economie asiatiche, con unici dati provenienti dalla Cina i valori degli indici manifatturieri Pmi e Caixin. Più ricca di indicazioni, invece, la settimana in Giappone: anche qui, occhi puntati sugli indici manifatturieri e sulla fiducia dei consumatori. Nuovi dati anche sul mercato del lavoro, con la lettura del tasso di disoccupazione e del rapporto tra impieghi e candidati. A fine settimana, sarà inoltre data lettura del valore della produzione industriale, attesa in netto calo mensile per il mese di febbraio.

FINESTRA SUI MERCATI

24/3/16 16.23

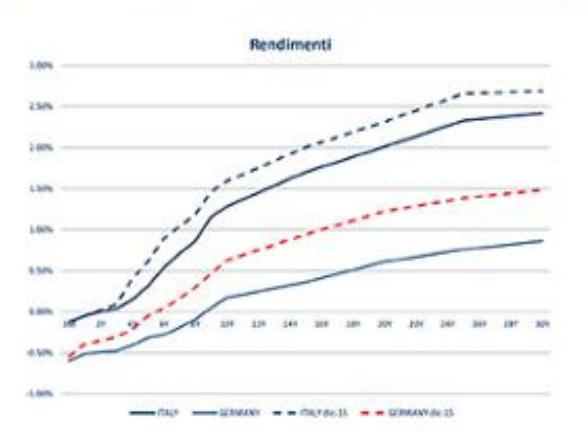
AZIONARIO			Performance %						
DEVELOPED		Date	Last	May	Say	1M	YTD	2014	2015
MSCI World	USD	20/03/2016	1.07	-0.7%	-0.7%	+0.2%	-1.9%	+2.0%	-2.5%
AMERICA									
DEVELOPED		Date	Last	May	Say	1M	YTD	2014	2015
MSCI North Am	USD	20/03/2016	2.07	-0.7%	-0.3%	+0.7%	-1.9%	+10.2%	-2.3%
S&P500	USD	20/03/2016	2.00	-0.3%	-0.2%	+0.1%	-0.6%	+11.3%	-0.7%
Dow Jones	USD	20/03/2016	17.48	-0.3%	-0.2%	+0.3%	-0.8%	+7.6%	-2.2%
Nasdaq 100	USD	20/03/2016	4.36	-0.3%	-0.3%	+0.6%	-1.8%	+17.3%	-0.8%
MSCI Europe	EUR	20/03/2016	1.15	-0.9%	-0.2%	+0.2%	-0.9%	+4.0%	-0.4%
DAX Eurostoxx 50	EUR	20/03/2016	3.03	-0.3%	-0.2%	+0.4%	-0.8%	+1.2%	-0.8%
FTSE 100	GBP	20/03/2016	6.58	-1.0%	-1.0%	+0.4%	-2.9%	-2.7%	-2.5%
Cac 40	EUR	20/03/2016	4.50	-0.7%	-0.8%	+0.8%	-0.9%	-0.5%	+0.5%
Dax	EUR	20/03/2016	9.30	-1.1%	-0.3%	+0.8%	-2.9%	+2.0%	-1.2%
Euro Stoxx 50	EUR	20/03/2016	8.09	-0.9%	-0.8%	+0.3%	-2.9%	+3.0%	-2.9%
Euro Mid	EUR	20/03/2016	18.72	-0.3%	-0.3%	+0.2%	-1.6%	+0.2%	+1.6%
MSCI Pacific	USD	20/03/2016	2.25	-1.2%	-0.9%	+0.2%	-2.7%	-0.9%	-0.8%
Taiwan 100	JPY	20/03/2016	862	-0.5%	-0.5%	+0.5%	-1.5%	+2.0%	-0.5%
Nikkei	JPY	20/03/2016	24.92	-0.6%	-0.8%	+0.1%	-1.2%	+0.2%	-0.8%
Hong Kong	HKD	20/03/2016	20.36	-1.1%	-0.7%	+0.8%	-2.8%	+1.2%	-0.8%
S&P/ASX Australia	AUD	20/03/2016	5.04	-1.1%	-0.2%	+0.2%	-1.0%	+1.0%	-2.8%

AZIONARIO			Performance %						
EMERGING		Date	Last	May	Say	1M	YTD	2014	2015
MSCI EM Mkt	USD	19/03/2016	0.22	-0.6%	+0.2%	+0.3%	+0.4%	-0.4%	-0.9%
MSCI EM BRIC	USD	20/03/2016	2.29	-0.2%	+0.9%	+0.4%	-0.5%	-0.9%	-0.6%
EMERGING									
MSCI EM Lat Am	USD	19/03/2016	2.95	-0.6%	-0.6%	+0.2%	+0.4%	-2.7%	-3.2%
BRAZIL BOVESPA	BRL	19/03/2016	0.22	-0.9%	-0.8%	+0.9%	-0.9%	-0.9%	-3.2%
BOG Merval	ARS	20/03/2016	12.49	-3.3%	-0.3%	-0.1%	+0.6%	+0.1%	+3.6%
MSCI EM Europe	USD	19/03/2016	1.23	-0.6%	-1.1%	+0.9%	+1.6%	-0.6%	-0.1%
Bovesa - Brava	BRL	19/03/2016	1.03	-0.9%	-0.6%	+0.3%	-0.3%	-0.1%	+0.1%
SENATIONAL 100	TRY	19/03/2016	81.25	+1.0%	-0.2%	+0.6%	+3.2%	+26.0%	-0.5%
Bogor Stock Index	GDK	19/03/2016	887	-0.4%	-0.2%	+0.7%	-0.2%	-0.2%	+1.2%
MSCI EM Asia	USD	19/03/2016	4.05	-0.5%	+1.0%	+0.8%	+0.5%	+2.0%	-1.7%
Hang Seng Composite	CNY	19/03/2016	2.93	-1.0%	+1.0%	+1.0%	-1.0%	+3.0%	-0.1%
NIKE SENSEX 30	INR	19/03/2016	25.39	+0.0%	+2.6%	+0.7%	-2.9%	+29.9%	-5.8%
KOSPI	KRW	20/03/2016	1.96	-0.8%	-0.8%	+0.8%	+1.2%	-0.7%	+2.0%

Cambi			Performance %						
Giorni	Date	Last	May	Say	1M	YTD	31/12/14	31/12/15	Y/Y
EUR vs USD	20/03/2016	1.154	-0.3%	-0.4%	+1.3%	+0.7%	1.210	1.064	
EUR vs Yen	20/03/2016	125.410	-0.62%	-0.3%	+1.0%	-0.6%	118.830	131.610	
EUR vs GBP	20/03/2016	0.786	-0.3%	+0.6%	-0.1%	-0.6%	0.779	0.793	
EUR vs CHF	20/03/2016	1.089	-0.9%	-0.5%	+0.6%	-0.6%	1.263	1.088	
EUR vs CAD	20/03/2016	1.382	+0.38%	+0.39%	+1.83%	-0.44%	1.406	1.362	

COMMODITIES			Performance %						
	Date	Last	May	Say	1M	YTD	2014	2015	
Cobre Cu/WTI	USD	24/03/2016	39	-0.4%	-1.4%	+0.7%	+0.6%	-0.4%	-0.4%
Gold E/G	USD	24/03/2016	1.21	+0.1%	-2.8%	-0.4%	+0.1%	-0.2%	-0.2%
CRM Commodity	USD	20/03/2016	172	-0.7%	-0.2%	+0.6%	-0.6%	-0.7%	-0.4%
Lorand Metal	USD	24/03/2016	2.298	-0.7%	-0.3%	+0.2%	-0.3%	-0.5%	-0.4%
Vix	USD	24/03/2016	15.5	+3.4%	+7.0%	+2.3%	+0.3%	+0.3%	+3.4%

OBBLIGAZIONI - tassi e spread			Rendimenti						
Tasse	Date	Last	21-mes-16	27-mes-16	30-6m-16	31-dic-15	31-dic-14	31-dic-13	31-dic-12
2y gtreasury	EUR	20/03/2016	-0.4%	-0.4%	-0.5%	-0.3%	-0.9%	-0.21%	
3y gtreasury	EUR	20/03/2016	-0.11	-0.26	-0.35	-0.05	-0.17	-0.22	
10y gtreasury	EUR	20/03/2016	0.73	0.74	0.70	0.38	0.51	1.25%	
2y stck	EUR	20/03/2016	0.004	0.011	0.022	0.030	0.034	0.25%	
Spread Vs Germania	4%	48	46	66	32	63	84		
3y index	EUR	20/03/2016	0.214	0.284	0.060	0.504	0.032	2.73%	
Spread Vs Germania	6.5	43	57	99	85	94	101		
10y index	EUR	20/03/2016	1.208	1.295	1.711	1.516	1.890	4.12%	
Spread Vs Germania	812	109	104	153	97	135	220		
2y riva	USD	20/03/2016	0.852	0.863	0.650	1.048	0.665	0.380	
3y riva	USD	20/03/2016	1.367	1.211	1.372	1.142	1.153	1.74%	
10y riva	USD	20/03/2016	1.878	1.88	1.89	1.66	2.27	2.17	3.05
EUR/USD			23-mes-16	27-mes-16	30-6m-16	31-dic-15	31-dic-14	31-dic-13	31-dic-12
Emilia 1 anno	EUR	20/03/2016	-0.320	-0.322	-0.239	-0.205	-0.014	-0.214	
Emilia 3 anni	EUR	20/03/2016	-0.246	-0.250	-0.179	-0.131	-0.078	-0.287	
Emilia 5 anni	EUR	20/03/2016	-0.133	-0.137	-0.131	-0.112	-0.049	-0.171	-0.389
Emilia 12 anni	EUR	20/03/2016	-0.063	-0.062	-0.063	-0.060	-0.025	-0.054	-0.054



Il presente articolo è basato su dati e informazioni ricevuti da fonti esterne ritenute accurate ed attendibili sulla base delle informazioni attualmente disponibili, ma delle quali non si può assicurare la completezza e correttezza. Esso non costituisce in alcun modo un'offerta di stipula di un contratto di investimento, una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsiasi strumento finanziario né configura attività di consulenza o di ricerca in materia di investimenti. Le opinioni espresse sono attuali esclusivamente alla data indicata nel presente articolo e non hanno necessariamente carattere di indipendenza e obiettività. Conseguentemente, qualunque eventuale

utilizzo – da parte di terzi – dei dati, delle informazioni e delle valutazioni contenute nel presente articolo avviene sulla base di una decisione autonomamente assunta e non può dare luogo ad alcuna responsabilità per l'autore.