

Edizione di sabato 3 giugno 2017

ACCERTAMENTO

Prezzo valore: il decreto internazionalizzazione ha carattere retroattivo
di **Massimiliano Tasini**

PENALE TRIBUTARIO

Falsificare l'attestato energetico è reato penale
di **Raffaele Pellino**

CONTENZIOSO

Il rapporto tra la revocazione e l'appello dinanzi al giudice tributario
di **Angelo Ginex**

CONTABILITÀ

Il conferimento di beni in società
di **Viviana Grippo**

IVA

La rettifica da pro-rata dell'Iva relativa a fabbricati
di **Dottryna**

FINANZA

La settimana finanziaria
di **Direzione Gestioni Mobiliari e Advisory - Banca Esperia S.p.A.**

ACCERTAMENTO

Prezzo valore: il decreto internazionalizzazione ha carattere retroattivo

di **Massimiliano Tasini**

Il decreto cd. “**Internazionalizzazione**” – **D.Lgs. 147/2015** – al suo [articolo 5](#) ha risolto una *querelle* che da troppo tempo impegnava le Corti tributarie.

Precisamente, il suo terzo comma stabilisce che gli [articoli 58, 68, 85 e 86 del Tuir](#) si interpretano nel senso che per le cessioni di **immobili** e di **aziende** l'esistenza di un **maggior corrispettivo** non è presumibile soltanto sulla base del valore venale anche se dichiarato, accertato o definito ai fini dell'imposta di registro, ipotecaria o catastale.

La disposizione determina il **superamento** della giurisprudenza della Suprema Corte assolutamente preminente affermata in vigenza del pregresso quadro normativo (per tutte: **Cassazione n. 4117/2002**), secondo la quale, per contro, il valore definito agli effetti delle imposte indirette (si badi bene che chi definiva l'atto era il cessionario, sul quale incombono le imposte indirette) consentiva di accertare un prezzo, e dunque in molte occasioni un plusvalore tassabile, in capo al cedente (il quale dunque subiva gli effetti di scelte non sue: scelte peraltro che determinavano effetti talora dirompenti, ove solo si consideri che, ad esempio, in materia di cessione di azienda l'onere dell'imposta di registro è modesto, con la conseguenza che spesso il cessionario era indotto alla definizione, ad evitare l'insorgenza di una lite certamente lunga e defatigante ma che non aveva ad oggetto importi particolarmente significativi).

La Corte di Cassazione ha ripetutamente affermato la **natura interpretativa** dell'[articolo 5 D.Lgs. 147/2015](#).

Così, nella [pronuncia n. 3590/2017](#), la Corte ne ha affermato l'applicabilità anche ai giudizi in corso, atteso l'intento interpretativo chiaramente espresso dal legislatore e considerato che il carattere **retroattivo** costituisce elemento connaturale alle leggi interpretative. Del resto, prosegue la Corte, anche ove volesse porsi in dubbio che la norma *de qua* sia effettivamente interpretativa, è certo che l'intento del legislatore è quello di attribuire alla stessa carattere retroattivo che è proprio delle norme interpretative; intento che peraltro appare evidente nell'articolo 5, comma 4, laddove si prevede che le disposizioni di cui al comma 1 si applicano a decorrere dal periodo di imposta in corso alla data di entrata in vigore del decreto, mentre nulla si prevede per i commi 2 e 3.

Similmente, la [sentenza n. 9343/2017](#) ha ritenuto che la **presunzione** circa la corrispondenza

del corrispettivo incassato, per la cessione di un'area edificabile, al valore venale in comune di commercio ai fini dell'imposta di registro, secondo il disposto dell'articolo 5, disposizione di interpretazione autentica applicabile retroattivamente, non può essere più legittimata solo sulla base del valore accertato o definito agli effetti dell'imposta di registro.

Ed ancora, possono essere richiamate le pronunce della [Cassazione n. 11543/2016](#) e [n. 6135/2016](#), nelle quali è stato ritenuto che *“il principio di presunzione di corrispondenza del prezzo incassato a quello coincidente con il valore di mercato accertato in via definitiva in sede di applicazione dell'imposta di registro (salvo dimostrazione incombente sulla parte contribuente di avere in concreto venduto o acquistato ad un prezzo inferiore) deve ritenersi ormai superato alla stregua dello ius superveniens di cui al D.Lgs. 14 settembre 2015, articolo 5 comma 3 ... quest'ultima norma, infatti ponendosi espressamente quale norma d'interpretazione autentica, ai sensi della L. n. 212/2000, articolo 1, comma 2, è applicabile retroattivamente. Da qui la conclusione che la presunzione di cui sopra non può essere, infatti più legittimata ... neppure per le controversie già iniziate sotto il vigore della disciplina previgente”*.

Anche la giurisprudenza di merito si è prontamente allineata al nuovo quadro normativo di riferimento, come limpidamente emerge, ad esempio, nella pronuncia **CTR Ancona, sezione 3, n. 63/2017** (Pres. D'Aprile, Rel. Agostini), nella quale i Giudici, “per completezza”, danno atto che la società cedente ha **dimostrato** di aver venduto ad un prezzo inferiore ed ha altresì illustrato i motivi per i quali la cessione di un ramo di azienda è avvenuta ad un prezzo inferiore a quello definito agli effetti dell'imposta di registro. Ed invero, trattandosi di vendita all'interno dello stesso ambito familiare, al valore di **avviamento** è stato attribuito un importo contenuto. Peraltro, rilevano altresì i Giudici, era interesse della società non far apparire sul certificato di regolarità fiscale l'esistenza di una pendenza con l'Erario, in quanto ciò avrebbe potuto determinare effetti negativi nella sua operatività con la pubblica Amministrazione, cliente stabile della società.

Ci pare che il quadro sia **chiarissimo** e che ci siano tutti i presupposti per orientare le scelte degli Uffici, che, verosimilmente, hanno ancora tante controversie analoghe nei cassetti.

Un messaggio va però dato anche ai difensori, i quali, a fronte di un simile quadro interpretativo, dovrebbero, con senso di **responsabilità**, rinunciare alla richiesta di condanna alle spese, salvo che il Fisco resista irragionevolmente in giudizio.

S'il vous plait, Direzione Centrale dell'Agenzia delle Entrate, batti un colpo.



Seminario di specializzazione

**L'ACCERTAMENTO NEL REDDITO D'IMPRESA:
QUESTIONI CONTROVERSE E CRITICITÀ**

Scopri le sedi in programmazione >

PENALE TRIBUTARIO

Falsificare l'attestato energetico è reato penale

di **Raffaele Pellino**

Rientra nel **reato di truffa** ([articolo 640 cod. pen.](#)) la **falsificazione dell'Attestato di prestazione energetica** (cd. APE), **allegato ad un contratto di vendita immobiliare**, nel caso la vendita abbia ad oggetto **un alloggio con una classe energetica "diversa" da quella dichiarata nell'attestato**.

Questo è quanto affermato dalla Corte di Cassazione penale con la [sentenza n. 16644/2017](#).

Ma veniamo ai fatti: l'acquirente ricorre in Cassazione contestando la vendita di un immobile *"con caratteristiche diverse da quelle dichiarate con riguardo alla definizione della **categoria energetica**"*. A parere di questi, infatti, il costruttore era consapevole di avere effettuato **lavori in economia** e, quindi, non poteva essere in buona fede quando ha venduto come energeticamente "virtuoso" un immobile che nella realtà presentava una classe energetica più bassa di quella indicata contrattualmente.

Eppure, la Corte d'appello, ritenendo il venditore in buona fede (in quanto aveva confidato nelle valutazioni dei tecnici che attestavano la conformità delle opere al progetto), lo assolveva dal reato di truffa contrattuale.

In direzione opposta, invece, la decisione della Cassazione che ha **annullato la sentenza impugnata** e rinviato la stessa al giudice civile competente per valore in grado di appello.

Secondo la Corte, infatti, la difformità tra i lavori eseguiti e quelli progettati e la conseguente vendita dell'immobile con una **classe energetica effettiva non corrispondente a quella dichiarata non poteva sfuggire al costruttore**, dato che le opere effettuate risultano **meno costose** di quelle che avrebbero dovuto essere eseguite per rispettare i parametri energetici contenuti nel progetto. In particolare – precisa la Cassazione – poiché il risparmio di spesa era noto al venditore, è *"manifestamente illogica"* la parte della sentenza d'appello che esclude l'elemento soggettivo della truffa esclusivamente sulla base dell'affidamento che l'imputato avrebbe fatto nelle certificazioni di conformità dei tecnici che avevano eseguito il collaudo.

È, dunque, richiesta al venditore la **massima diligenza** nell'indicare, nell'atto di vendita, la classe energetica dell'immobile. Sul punto, vale la pena ricordare che:

- il rilascio dell'attestato di prestazione energetica è **obbligatorio nei casi di vendita, trasferimento di immobili** a titolo gratuito o di **nuova locazione** di edifici o unità immobiliari; in tutti i casi, il proprietario deve rendere disponibile l'APE al potenziale acquirente o al nuovo locatario all'avvio delle rispettive trattative e consegnarlo alla

fine delle stesse;

- in caso di **vendita o locazione di un edificio prima della sua costruzione**, il venditore o locatario fornisce evidenza della futura prestazione energetica dell'edificio e **produce l'attestato entro 15 giorni dalla richiesta di rilascio del certificato di agibilità**;
- nei contratti di vendita, negli atti di trasferimento o nei nuovi contratti di locazione è **inserita apposita clausola con la quale l'acquirente o il conduttore danno atto di aver ricevuto le informazioni e la documentazione, comprensiva dell'attestato**, in ordine alla attestazione energetica degli edifici.

Sul **piano sanzionatorio** si fa presente che: in caso di violazione dell'obbligo di dotare l'edificio o l'appartamento dell'APE **il proprietario è punito** con una sanzione amministrativa **non inferiore a 3.000 euro e non superiore a 18.000 euro**; nel caso la violazione riguardi, invece, un nuovo **contratto di locazione**, il proprietario è punito con una **sanzione da 300 euro a 1800 euro**.

Rischi di elevate sanzioni anche per **il professionista qualificato** che rilascia un attestato di prestazione energetica degli edifici senza il rispetto dei criteri e delle metodologie definiti dalla legge; in tal caso, la sanzione amministrativa va da un **minimo di 700 euro ad un massimo 4.200 euro**. Per di più, l'ente locale e la regione o provincia autonoma, che applicano le sanzioni secondo le rispettive competenze, danno comunicazione ai relativi ordini o collegi professionali per i provvedimenti disciplinari conseguenti.



Seminario di specializzazione

NOVITÀ FISCALI DELLA MANOVRA CORRETTIVA E DEL JOBS ACT

Scopri le sedi in programmazione >

CONTENZIOSO

Il rapporto tra la revocazione e l'appello dinanzi al giudice tributario

di Angelo Ginex

La **revocazione** è un **mezzo di impugnazione** di carattere **eccezionale**, in quanto esperibile dinanzi allo **stesso giudice** che ha emesso la sentenza impugnata per i **motivi tassativi** previsti nell'[articolo 395 c.p.c.](#), in virtù del richiamo contenuto nell'[articolo 64 D.Lgs. 546/1992](#).

In particolare, le norme succitate distinguono tra:

- **revocazione ordinaria**, che si fonda su vizi emergenti dalla sentenza stessa o riguardanti elementi conosciuti o conoscibili dalla parte e va proposta **entro gli ordinari termini di impugnazione**, in caso di:
 - **errore di fatto** risultante dagli atti o dai documenti di causa (c.d. errore revocatorio);
 - **conflitto teorico tra giudicati**;
- e **revocazione straordinaria**, che può essere proposta entro 60 giorni dalla scoperta del vizio revocatorio o anche dopo lo spirare dei termini ordinari di impugnazione, in caso di:
 - **dolo di una delle parti in danno dell'altra**;
 - **falsità di documenti**;
 - **rinvenimento di nuovi documenti**;
 - **dolo del giudice**.

Sul punto, occorre precisare che le sentenze della **Commissione tributaria provinciale** possono essere impugnate esclusivamente per **revocazione straordinaria**, mentre quelle pronunciate dalla **Commissione tributaria regionale** possono essere impugnate sia per **revocazione ordinaria** che per **revocazione straordinaria**.

Quindi, con particolare riferimento alle **sentenze** pronunciate a conclusione del giudizio di **primo grado**, si evidenzia che esse sono suscettibili di essere **impugnate** mediante:

- **appello** nel termine breve o lungo previsto dalla legge;
- **revocazione straordinaria** dopo il passaggio in giudicato;

con esplicita **esclusione** della **revocazione ordinaria** ex [articolo 64 D.Lgs. 546/1992](#).

La *ratio* di tale previsione risiede nel fatto che **l'appello è un mezzo di impugnazione "a critica libera"**, a differenza del rimedio revocatorio che è un mezzo di impugnazione "a critica vincolata", con la conseguenza che, in tale fase processuale, i **motivi di revocazione ordinaria rientrano nei motivi di appello**.

In altri termini, **l'errore di fatto** risultante dagli atti o dai documenti di causa e **il conflitto teorico tra giudicati possono essere sollevati direttamente mediante il ricorso in appello**, escludendo di fatto la necessità di esperire la revocazione ordinaria anche avverso le pronunce di primo grado. Diversamente, si consentirebbe un anomalo concorso di impugnazioni.

Invece, avverso le sentenze emesse dalla **Commissione tributaria regionale** è possibile proporre, oltre al ricorso per cassazione, sia la **revocazione ordinaria** che la **revocazione straordinaria**, le quali hanno però **carattere pregiudiziale**, costituendo le questioni di fatto un antecedente logico rispetto a quelle di legittimità.

Per tale ragione, l'[articolo 398 c.p.c.](#) prevede che il giudice dinanzi al quale è proposta la revocazione possa **sospendere**, su istanza di parte, **il termine per proporre il ricorso per cassazione** o il relativo procedimento, fino alla comunicazione della sentenza che abbia pronunciato sulla revocazione, qualora ritenga non manifestamente infondata l'azione proposta.



OneDay Master

APPELLO E REVOCAZIONE NEL CONTENZIOSO TRIBUTARIO: NORMATIVA E PRESUPPOSTI

Scopri le sedi in programmazione >

CONTABILITÀ

Il conferimento di beni in società

di **Viviana Grippo**

Il nostro codice civile prevede l'esistenza di svariate forme di società a responsabilità limitata.

L'[articolo 2463 cod. civ.](#), in merito alla **costituzione delle Srl**, prevede che l'atto costitutivo indichi l'ammontare del capitale sociale di costituzione per un importo non inferiore a 10.000 euro, tuttavia il comma 4 del medesimo articolo, introdotto a opera del D.L. 76/2013, prevede che l'ammontare del capitale può essere determinato in misura inferiore a 10.000 euro purché sia pari **almeno a 1 euro**. In tal caso i conferimenti devono farsi in denaro e devono essere versati per intero alle persone cui è affidata l'amministrazione. Il successivo [articolo 2463-bis cod. civ.](#) prevede l'ulteriore figura della **Srl semplificata** il cui capitale sociale è pari almeno ad 1 euro e inferiore a 10.000.

Queste previsioni non cambiano gli aspetti **contabili** di cui ci occuperemo nel presente contributo; in particolare, ci occuperemo del conferimento nelle Srl con capitale almeno pari a 10.000 e delle società per azioni.

In generale il conferimento dei soci può essere rappresentato, oltre che da denaro, anche da **beni e/o servizi**.

Qualora i soci conferissero, in sede di costituzione di una Srl, parte denaro e parte beni, la scrittura contabile da redigersi sarebbe la seguente:

Diversi	a	Capitale sociale	(sp)
10.000			

Crediti vs soci per sottoscrizioni in denaro (sp) 7.000

Crediti vs soci per sottoscrizioni in beni (sp) 3.000

Successivamente occorrerà rilevare sia il versamento in denaro che il materiale **passaggio di detenzione** di beni dal socio alla società:

Diversi	a	Diversi
---------	---	---------

Banca c/c (sp)	7.000
----------------	-------

Automezzi (sp) 1.000

Macchinari (sp) 1.000

Mobilio (sp) 1.000

a Crediti vs soci per sottoscrizioni in denaro (sp) 7.000

a Crediti vs soci per sottoscrizioni in beni (sp) 3.000

Nello stato patrimoniale della società troveranno allocazione quindi i beni conferiti dal socio.

La medesima registrazione avverrà anche **in caso di società per azioni** per le quali, però, l'[articolo 2327 cod. civ.](#) prevede un **capitale minimo** pari a euro 50.000, in tale circostanza ad accogliere il credito della società verso gli azionisti sarà il conto *Azionisti c/sottoscrizioni*.

In relazione alle società per azioni l'[articolo 2343, comma 3, del cod. civ.](#) prevede che chi conferisce beni o crediti deve presentare la **relazione giurata** di un esperto contenente la descrizione dei beni o dei crediti conferiti, l'attestazione che il loro valore è almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo e i criteri di valutazione seguiti. La relazione deve essere **allegata** all'atto costitutivo. Nel termine di **centottanta giorni** dalla iscrizione della società, gli amministratori devono controllare le valutazioni contenute nella relazione e, se sussistano fondati motivi, devono procedere alla **revisione** della stima.

Nel caso in cui il valore del bene apportato risulti inferiore di oltre un quinto rispetto al valore conferito:

- la società deve ridurre il capitale sociale, ovvero
- il socio deve versare la differenza o recedere.

Tale procedura **non è prevista in caso di Srl**.

È anche possibile, per le società a responsabilità limitata, che il conferimento avvenga attraverso la **prestazione di opere o servizi**. In tal caso, secondo il disposto dell'articolo 2464 del cod. civ., il socio deve prestare apposita **polizza di assicurazione o fideiussione** bancaria (ovvero se previsto dall'atto costitutivo cauzione in denaro) con cui garantisce gli obblighi assunti verso la società.

Contabilmente la rilevazione eseguita dalla società vede dapprima la registrazione del **credito** verso il socio per le prestazioni che questi deve eseguire a favore della società stessa come da accordo:

Crediti vs soci per prestazioni future (sp) a Capitale sociale (sp)

Ogni qual volta il socio pone in essere una **prestazione**, si dovrà procedere a stornare il credito e a rilevare la prestazione d'opera stessa:

Diversi a Socio XYZ c/opera (sp)

Compensi al socio XYZ (ce)

Erario c/iva (sp)

Mentre all'atto del pagamento la scrittura sarà la seguente:

Socio XYZ c/opera (sp)	a	Diversi
	a	Crediti vs soci per prestazioni future (sp)
	a	Erario c/ ritenute (sp)

È chiaro che se il socio operasse nell'ambito del reddito di impresa nella rilevazione di cui sopra non sarebbe presente il debito verso l'Erario per le ritenute da versare.

Il costo del servizio reso dal socio è **fiscalmente deducibile**.

Si ricorda, infine, che se a fine anno il socio non ha completato le sue opere e residua un credito verso di lui, tale credito può essere **compensato** con i **dividendi** eventualmente deliberati.



*La soluzione ai tuoi casi,
sempre a portata di mano.*

Adempimenti, fonti e aggiornamento quotidiano a tre clic da te.



richiedi la prova gratuita per 30 giorni >

IVA

La rettifica da pro-rata dell'Iva relativa a fabbricati

di **Dottryna**



In tema di Iva, tra i meccanismi di più difficile applicazione sotto il profilo operativo vi è senz'altro quello della rettifica della detrazione.

Al fine di approfondire i diversi aspetti della materia con riferimento al comparto immobiliare, è stata pubblicata in *Dottryna*, nella sezione "Iva", una specifica *Scheda di studio*.

Il presente contributo si occupa della rettifica della detrazione da pro-rata che trova applicazione quando l'impresa immobiliare è soggetta, appunto, alla limitazione del pro-rata.

L'[articolo 19-bis.2 del D.P.R. 633/1972](#) prevede che l'impiego di **beni immobili**, entro il **periodo di osservazione fiscale** – ossia entro il **nono anno successivo** a quello dell'**acquisto** o dell'**ultimazione** della costruzione -, nell'effettuazione di **operazioni** (cessioni o locazioni) **che danno un diverso diritto alla detrazione**, determina la **rettifica** dell'Iva assolta o non assolta **a monte** per l'**acquisto**, la **costruzione** o la **ristrutturazione**.

Nell'ambito del comparto immobiliare, la tipologia di rettifica della detrazione **più frequente** è quella da **pro-rata**, poiché la **cessione** o la **locazione** di fabbricati che possono determinare l'esecuzione di **operazioni esenti** e, quindi, generare un **pro-rata di indetraibilità**, costituisce l'**attività tipica** dell'impresa.

I casi tipici sono quelli in cui:

- un'**impresa di costruzione cede** un **fabbricato abitativo costruito** dopo che siano **decorsi 5 anni** dalla data di ultimazione della costruzione;
- un'**immobiliare di gestione loca** in **esenzione** un **fabbricato abitativo** (ma potrebbe trattarsi anche di un'impresa di costruzione).

In tali ipotesi, ove l'impresa abbia **detratto** l'Iva a monte relativa alla costruzione e all'acquisto del fabbricato, si deve procedere alla rettifica se:

- il **periodo di osservazione** (di 10 anni) è ancora in corso;

- si determina una **variazione** del **pro-rata** pari o superiore a 10 punti percentuali rispetto all'anno di riferimento.

La **differenza sostanziale** tra cessione esente e locazione esente è che:

- nel caso della **cessione**, la rettifica della detrazione avviene in un'**unica soluzione**, nella dichiarazione Iva dell'anno in cui si realizza la cessione che genera l'obbligo di rettifica;
- nel caso della **locazione**, la società proprietaria dell'immobile locato deve, invece, procedere alla rettifica con cadenza annuale, **per ogni anno di vigenza della locazione**, fino al compimento del **decennio di osservazione** fiscale, in misura pari ad 1/10 della differenza fra l'imposta detratta nell'anno di acquisto, costruzione o ristrutturazione e quella potenzialmente detraibile nell'anno della locazione, in base al pro-rata di detraibilità di tale anno.

Si noti, peraltro, che nel caso della locazione la rettifica trova applicazione, in presenza dei relativi presupposti, **indipendentemente** dal fatto che essa **inizi o meno entro i 5 anni** dall'acquisto (o dall'ultimazione dei lavori di costruzione).

Al fine di meglio comprendere il **funzionamento** della rettifica nell'ipotesi dell'impresa di costruzione che cede un **fabbricato abitativo** in **esenzione**, si veda il seguente esempio.

Fabbricato abitativo ultimato nel 2010

Costi sostenuti	100.000
Pro-rata di detraibilità 2010	100%
Iva detratta	20.000

Cessione fabbricato abitativo nel 2017 in esenzione

Pro-rata di detraibilità 2017	70%
Differenza pro-rata 2017 – pro-rata 2010	> 10%
Anni mancanti al compimento del decennio	3

Rettifica da pro-rata

Iva detraibile con pro-rata del 2017 (20.000*70%)	14.000
Differenza Iva detraibile con pro-rata 2017 e pro-rata 2010	6.000
Iva da riversare all'Erario (6.000/10*3) in unica soluzione	1.800

In chiusura, è appena il caso di precisare che per **variazioni del pro-rata inferiori a dieci punti percentuali**, la rettifica della detrazione è **facoltativa**, a condizione, tuttavia, che il soggetto passivo adotti lo stesso criterio per almeno 5 anni consecutivi e ne dia comunicazione nella dichiarazione annuale Iva relativa al periodo d'imposta nel quale inizia ad avvalersi di detta facoltà.



*La soluzione ai tuoi casi,
sempre a portata di mano.*

Adempimenti, fonti e aggiornamento quotidiano a tre clic da te.



richiedi la prova gratuita per 30 giorni >

FINANZA

La settimana finanziaria

di Direzione Gestioni Mobiliari e Advisory - Banca Esperia S.p.A.



IL PUNTO DELLA SETTIMANA: mercati in attesa di dettagli sull'*exit strategy* dalla BCE

- L'8 giugno la BCE aggiornerà la descrizione dei rischi inerente le prospettive di crescita dell'Area Euro e potrebbe modificare la *forward guidance* eliminando il riferimento alla possibilità di ulteriori stimoli monetari.
- Nel processo di uscita da una politica monetaria estremamente espansiva, la *forward guidance* sarà utilizzata per controllare in particolare i movimenti dei titoli di stato e del tasso di cambio.

L'attenzione degli operatori è concentrata sulla riunione della BCE di giugno, in cui il Consiglio Direttivo riesaminerà la propria opinione sulle prospettive economiche e, sulla base delle nuove previsioni di crescita ed inflazione, aggiornerà la descrizione dei rischi inerenti le prospettive di crescita. **Non è da escludersi una modifica della *forward guidance* con l'eliminazione del riferimento alla possibilità di ulteriori stimoli aggiuntivi.** Il nostro scenario centrale ipotizza che **in autunno verrà annunciato un'ulteriore riduzione nel ritmo di acquisto di titoli** che comunque continueranno per tutto il 2018, **mentre un aumento dei tassi di interesse avverrà solo una volta terminato definitivamente il programma di acquisti, quindi non prima del 2019.** Nell'implementazione di questa strategia, **la stabilizzazione dello scenario macroeconomico**, ed in particolare dell'inflazione vicina ma al di sotto del 2%, **sarà ricercata nel contemperamento di altri due obiettivi: assicurare la funzionalità del mercato obbligazionario dei paesi core e sostenere la politica fiscale in quelli periferici.**

In questo contesto, i mercati si interrogano su quale sarà l'effetto sul livello dei rendimenti dei titoli di stato dei paesi *core* e dei paesi periferici. La riduzione degli acquisti impatterà il livello dei tassi di interesse come risultato di tre effetti: effetto stock, effetto annuncio ed effetto flusso. **L'effetto stock, legato alla dimensione del bilancio della BCE, non verrà meno con l'inizio della riduzioni degli acquisti**, in quanto la BCE continuerà a reinvestire i titoli che progressivamente giungeranno a scadenza, in altre parole il bilancio della BCE non si ridurrà ma smetterà di crescere, **continuando ad esercitare un effetto depressivo sul *term-premium*.** Viceversa **l'effetto flusso** (difficile da quantificare empiricamente) **diminuirà progressivamente, rendendo i rendimenti dei titoli di stato maggiormente influenzati dalle variabili macroeconomiche.** **L'effetto annuncio**, agendo sulle aspettative, **avrà il maggior impatto sui**

rendimenti: se gli operatori di mercato dovessero percepire la riduzione degli acquisti netti come l'inizio di una normalizzazione del bilancio, allora l'effetto sui rendimenti sarebbe più forte perché interpretato come un'inversione dell'effetto stock. Allo stesso modo, la fine del QE potrebbe essere considerata come la strada per aumentare i tassi di riferimento e questo potrebbe ingenerare una reazione simile a quanto avvenuto negli Stati Uniti nel 2013. **Sarà, quindi, cruciale la formulazione della *forward guidance***, in modo da guidare correntemente le aspettative degli operatori sia sui rendimenti dei titoli governativi dei paesi *core* e periferici sia sul tasso di cambio. In questi anni, è stata proprio l'introduzione della *forward guidance* a ridurre la correlazione tra la struttura a termine dei rendimenti tedesca e quella statunitense, creando un effetto di *decoupling*. Ci aspettiamo, ora, che la BCE controbilanci l'effetto «annuncio» sottolineando che il suo portafoglio di obbligazioni sarà reinvestito per un periodo di tempo indefinito e, quindi, che la BCE continuerà a essere presente sul mercato secondario anche quando i nuovi acquisti scenderanno a zero. Più ambiguo sarà invece l'effetto sui rendimenti dei paesi periferici, perché in questo caso giocherà un ruolo importante la percezione del rischio politico del singolo paese e della stabilità complessiva dell'Area Euro.

Alla luce di queste considerazioni riteniamo che **i titoli di stato dei paesi “core” continueranno a scambiare sotto i livelli garantiti dai loro fondamentali macro, influenzati dalle dimensioni del bilancio della BCE e agendo come un'ancora per l'intero complesso sovrano dell'Area Euro**, mentre **l'effetto sui titoli periferici sarà più ambiguo e dipenderà nuovamente dalla credibilità e dalla politica di comunicazione della BCE**.

LA SETTIMANA TRASCORSA

Europa: l'inflazione corregge al ribasso nel mese di maggio

La stima preliminare dell'inflazione *headline* di maggio ha rallentato a 1.4% a/a su un trend di moderata ripresa, dopo la fiammata di aprile (1.9% a/a), riconducibile ad effetti di calendario relativi alla pasqua, mentre **l'inflazione core è scesa allo 0.9% a/a** rispetto all'1.2% precedente, **tornando ad un livello raggiunto all'inizio dell'anno** e solo marginalmente superiore ai livelli del maggio 2016. La componente energetica continua a fornire il principale contributo all'inflazione, seguita da alimentari, alcol e tabacco. Questo dato conferma che **il rischio di deflazione è ormai scongiurato ma il target del 2% è ancora lontano**, fornendo così argomenti ai membri più cauti del consiglio direttivo della BCE, che hanno ripetutamente sottolineato come l'inflazione *core* resti moderata a fronte di una silente crescita dei salari.



Positive le indicazioni provenienti dalla pubblicazione della stima del PIL italiano per T1 2017,

che è cresciuto 0.4 % t/t, al di sopra del valore precedente (in T4 2016 era 0.3% t/t) e delle attese (0.2 t/t). Su base annua la lettura si posiziona a 1.2%, in T4 2016 era 1.1% a/a. Questo dato suggerisce che la crescita potrebbe essere superiore all' 1% nel corso del 2017. Rispetto a T4 2016 le variazioni più importanti sono la crescita sostenuta dei consumi finali nazionali: 0.5 t/t rispetto allo 0.2 t/t in T4 2016, guidati dai consumi privati cresciuti dello 0.5% rispetto a 0.1% di T4 2016 e un decrescita marcata degli investimenti fissi lordi -0.8% t/t rispetto al +1.2% dell'ultimo trimestre 2016, guidati dal rallentamento della componente macchinari (-2.2% t/t). Inoltre, le importazioni sono aumentate dell'1.6% t/t e le esportazioni dello 0,7% t/t (rispettivamente +2.3% t/t e +1.9% t/t in T4 2016). Nel dettaglio, la domanda nazionale al netto delle scorte ha contribuito per 0. 3% alla crescita. Anche la variazione delle scorte ha spinto il Pil (0,4 punti percentuali), mentre l'apporto della domanda estera netta è stato negativo per 0.2%. La stima si avvantaggia anche di un contributo derivante dalla destagionalizzazione perché per un effetto calendario il T1 2017 ha avuto due giorni lavorativi in più rispetto a T4 2017.

Stati Uniti: rallenta l'inflazione negli Stati Uniti

Il deflatore core, indice preso a riferimento dalla Fed come target d'inflazione, **rallenta di un decimo percentuale in aprile e si attesta all'1.5%**. Contemporaneamente, la variazione del reddito personale centra le attese registrando una crescita di +0.4% m/m in aprile, contro la precedente variazione di +0.2% m/m. In linea con le attese anche i redditi personali, sempre in rialzo dello 0.4% m/m. E' sceso, invece, di diversi punti l'indice della fiducia dei consumatori rilasciato dal Conference Board, che si ferma a 117.9 dai precedenti 120.3. Sempre in aprile, calano meno delle stime gli ordini di beni durevoli: secondo la prima lettura, il ribasso dell'indicatore è infatti dello 0.7% a fronte del -1.5% atteso. Passando ai numeri del settore immobiliare, la vendita di case esistenti è diminuita, al contrario di quanto atteso dagli analisti: il dato è sceso dell'1.3% a 109.8 punti, mentre era atteso un rialzo dello 0.5%; si tratta del secondo calo mensile consecutivo. Infine, **il report Adp sull'occupazione nel settore privato** – in attesa dei *payroll* ufficiali di domani – **batte ampiamente le attese**, con 253 mila nuovi posti di lavoro rispetto ai 180 mila attesi. L'indice ISM manifatturiero si è attestato a maggio a 54.9, leggermente migliore delle attese (54.8) e del dato di aprile 54.8): il dato suggerisce una stabilizzazione dopo tre mesi di rallentamento.

Asia: PMI manifatturiero in rallentamento in Cina

A maggio, l'indice PMI Manifatturiero in Cina è rimasto invariato a 51.2 rispetto al mese precedente, prossimo al minimo da 6 mesi, seppur al disopra della soglia di espansione (50). La scomposizione dei sotto-indici è risultata mista, con i maggior movimenti provenienti dalle scorte in prodotti finiti e dai prezzi degli input. La lettura Caixin è scivolata a 49.6 a maggio sotto la soglia di espansione. In termini di scomposizione la debolezza è diffusa: l'indice della produzione è scivolato a 50.2 (dal precedente 51) e i nuovi ordini a 50.3 (dal precedente 50.9). In Giappone la produzione industriale ad aprile è salita al 4.0% m/m dopo il calo dell'1,9% nel mese precedente. Il valore di aprile segna la crescita più veloce a partire da giugno 2011, quando l'attività produttiva è rimbalzata dalle interruzioni causate dal terremoto/tsunami nel

marzo di quell'anno. Sul fronte dei consumi il dato sulla spesa delle famiglie in aprile ha riportato una contrazione pari a 1.4% a/a contro attese di -0.9%. Viceversa, le vendite al dettaglio hanno sorpreso al rialzo con un incremento del 3.2% a/a contro attese per 2.3%, dopo il +2.1% di marzo.

PERFORMANCE DEI MERCATI



*La soluzione ai tuoi casi,
sempre a portata di mano.*

Adempimenti, fonti e aggiornamento quotidiano a tre clic da te.



[richiedi la prova gratuita per 30 giorni >](#)