

Edizione di sabato 28 ottobre 2017

ACCERTAMENTO

Onere della prova tra inerenza e congruità

di Marco Bargagli

LAVORO E PREVIDENZA

Cumulo contributivo per i professionisti

di Raffaele Pellino

CONTENZIOSO

La responsabilità processuale va estesa anche alla fase amministrativa

di Valeria Nicoletti

CONTABILITÀ

Rilevazione contabile della nota di variazione emessa in split payment

di Viviana Grippo

ADEMPIMENTI

Locazioni brevi: l'obbligo di trasmissione per gli intermediari

di Dottryna

FINANZA

La settimana finanziaria

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

ACCERTAMENTO

Onere della prova tra inerenza e congruità

di Marco Bargagli

L'[articolo 109 del D.P.R. 917/1986](#) prevede che i ricavi, le spese e gli altri **componenti positivi** e negativi **concorrono a formare il reddito d'impresa nell'esercizio di competenza**; tuttavia i ricavi, le spese e gli altri componenti di cui nell'esercizio di competenza non sia ancora **certa l'esistenza o determinabile in modo obiettivo l'ammontare, concorrono a formarlo nell'esercizio in cui si verificano tali condizioni** (trattasi, come noto, dei famosi principi di competenza, certezza ed **obiettiva determinabilità**).

Sotto il **profilo dell'inerenza**, le **spese e gli altri componenti negativi diversi dagli interessi passivi**, tranne gli **oneri fiscali, contributivi e di utilità sociale**, sono **deducibili se e nella misura in cui si riferiscono ad attività o beni** da cui derivano **ricavi o altri proventi** che concorrono a formare il reddito o **che non vi concorrono in quanto esclusi**.

Sulla base di un **consolidato filone giurisprudenziale**, l'**onere di provare l'inerenza del costo grava sul contribuente** cui spetta anche provare la **congruità economica della spesa**, qualora questa sia contestata da parte dell'Amministrazione finanziaria.

Tale interpretazione è stata confermata dalla **suprema Corte di Cassazione, sezione VI civile con l'ordinanza n. 19875 depositata in data 9 agosto 2017** nella quale, è **stato ribadito** che i presupposti per la **deducibilità** dal reddito di impresa dei costi e degli altri oneri, **grava sul contribuente**.

In particolare, nella **decisione assunta dai supremi giudici di legittimità**, viene posto in evidenza che in tema di **accertamento delle imposte sui redditi, l'onere della prova** dei presupposti dei **costi ed oneri deducibili concorrenti alla determinazione del reddito d'impresa**, ivi compresa la loro **inerenza e la loro diretta imputazione ad attività produttive di ricavi, incombe sul contribuente**.

Inoltre, tenuto conto che **l'Amministrazione finanziaria nel corso di una verifica fiscale può sindacare la congruità dei componenti reddituali iscritti in bilancio**, l'**onere della prova a carico del soggetto passivo si estende anche alla valutazione della coerenza dei costi sostenuti, in relazione ai ricavi conseguiti dall'impresa**.

Tale **ulteriore onere posto a carico del contribuente**, come si legge nella sentenza, deriva da una precisa considerazione: *"poiché nei poteri dell'Amministrazione finanziaria in sede di accertamento rientra la valutazione della congruità dei costi e dei ricavi esposti nel bilancio e nelle dichiarazioni, con negazione della deducibilità di parte di un costo proporzionato ai ricavi o*

all'oggetto dell'impresa, l'onere della prova dell'inerenza dei costi gravante sul contribuente, ha ad oggetto anche la congruità dei medesimi omissis.. da ultimo, Cass. sez. 5, n. 19537/16, che ha cassato la sentenza con la quale il giudice tributario si era limitato a fondare l'inerenza del costo sul mero collegamento all'attività produttiva (i costi sarebbero rilevanti per il sol fatto di risultare dai verbali del consiglio di amministrazione della contribuente)".

Ciò posto, nel caso **oggetto della recente ordinanza**, gli ermellini hanno accolto il ricorso dell'Agenzia delle Entrate.

Infatti, il giudice d'appello si era limitato a rilevare l'esistenza di **"fatture ampiamente documentate, emesse da società di capitali... regolarmente inserite nelle proprie contabilità aziendali... che svolgevano una effettiva attività"**, aggiungendo che le **fatture annotata in contabilità** avrebbero avuto la **qualifica di costi documentati** in quanto **risultavano regolarmente rifatturate** (in relazione a determinate **prestazioni rese**), sottolineando altresì che le **tesi dell'Amministrazione** non erano **"supportate da idonea prova fattuale"**.

Di contro, secondo la Corte di Cassazione, il giudice del gravame non avrebbe rispettato il richiamato principio in base al quale **è onore del contribuente** fornire la **piena prova della esistenza, certezza, congruenza ed inerenza dei costi** che intende dedurre, tenendo conto delle specifiche contestazioni dell'Ufficio.

Tale interpretazione sembra discostarsi dall'approccio ermeneutico espresso sempre dagli ermellini nella **sentenza n. 6656, depositata in data 6 aprile 2016**, ove i giudici hanno precisato che, **in ambito internazionale**, grava sull'Amministrazione l'onere di dimostrare che un'operazione antieconomica realizzata mediante transazioni effettuate con una società controllata o controllante estera, sia riferibile ad un **maggior reddito imponibile**.

Quindi, in tale circostanza, **l'onere di dimostrare** che un'operazione economica realizzata all'estero, con una società controllata o controllante **costituisce un maggior reddito imponibile**, è posto a carico **dell'Amministrazione finanziaria**.



*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 >

LAVORO E PREVIDENZA

Cumulo contributivo per i professionisti

di Raffaele Pellino

Con la [**circolare 140/2017**](#), “acquisito il nulla osta” del Ministero del lavoro, l’INPS fornisce le istruzioni operative in merito al **cumulo gratuito** dei versamenti contributivi effettuati dai professionisti iscritti alle casse private e privatizzate di cui al D.Lgs. 509/1994 e al D.Lgs. 103/1996 (ossia le casse previdenziali di commercialisti, avvocati, consulenti del lavoro, geometri, ecc.), così come previsto dalla legge di Bilancio 2017 ([**articolo 1, comma 195 della L. 232/2016**](#)). In particolare, nel documento di prassi, vengono fornite indicazioni in merito ai **criteri** di determinazione e pagamento di tali trattamenti pensionistici.

In primo luogo, si ricorda che a decorrere dall’1/1/2017 è **possibile “cumulare” gratuitamente i contributi versati in diverse gestioni previdenziali**, comprese anche le Casse professionali, ai fini del conseguimento di un’unica pensione di vecchiaia, anticipata, di inabilità e ai superstiti.

Al riguardo, il Ministero del lavoro con nota n. 13919/2017 ha precisato che “*La pensione di vecchiaia in cumulo ... può configurarsi come una fattispecie a formazione progressiva, in forza della quale rilevano più momenti o fasi interconnesse. Di conseguenza, ai fini del diritto alla pensione di vecchiaia in cumulo, è necessario che sussistano i requisiti minimi di cui ai commi 6 e 7 dell’articolo 24 della legge n. 214 del 2011*”. La **pensione di vecchiaia** in “cumulo”, quindi – come indicato nella circolare 9/2017 dalla Fondazione consulenti del Lavoro – potrà essere richiesta da soggetti iscritti a due o più forme pensionistiche (Gestioni INPS, ma anche Casse previdenziali) a condizione che il richiedente non sia già titolare di una pensione, abbia maturato il **requisito contributivo** di 20 anni (considerando tutte le contribuzioni cronologicamente non sovrapposte) e il **requisito anagrafico** statuito dalla Riforma Monti-Fornero (66 anni e 7 mesi di età a partire dal 2018), adeguato alla speranza di vita. Tuttavia, la pensione di vecchiaia in “cumulo” non può avere decorrenza anteriore al 1° febbraio 2017.

Per quanto riguarda, invece, la **pensione anticipata** in “cumulo”, la circolare ricorda che devono sussistere gli **ulteriori requisiti** eventualmente previsti dai singoli ordinamenti delle forme assicurative interessate, quali, ad esempio, la cessazione dell’attività di lavoro dipendente e/o la cancellazione dagli albi professionali. A tal fine, vengono riportati i requisiti contributivi previsti adeguati alla speranza di vita.

Anno	Uomini	Donne
Dal 2017 al 2018	42 anni e 10 mesi (pari a 2.227 settimane)	41 anni e 10 mesi (pari a 2.175 settimane)
Dal 2019 al 2020	42 anni e 10 mesi* (pari a 2.227 settimane)	41 anni e 10 mesi* (pari a 2.175 settimane)

*Requisito da adeguare alla speranza di vita

In questo caso – come sottolineato dai consulenti del Lavoro – non si avrà alcuna formazione progressiva della pensione, ma un **unico trattamento** da subito erogato al ricorrere delle condizioni richieste, applicando esclusivamente i requisiti contributivi INPS e tenendo conto, ai fini del diritto alla pensione, non solo dei contributi versati alle Gestioni INPS ma anche delle annualità contributive accantonate presso le Casse previdenziali per liberi professionisti iscritti ad albo.

La pensione anticipata in regime di cumulo decorre dal 1° giorno del mese successivo alla presentazione della relativa domanda e comunque non prima del 1° febbraio 2017.

Sul piano operativo, coloro che intendono esercitare la facoltà di “cumulo” **devono presentare la relativa domanda all’Ente previdenziale di ultima iscrizione** e, in particolare, alla forma assicurativa dove risulta accreditata l’ultima contribuzione a favore del lavoratore.

Nel caso l’interessato al cumulo risulti da ultimo iscritto a più forme assicurative, questi può scegliere quella alla quale inoltrare la richiesta di pensionamento. Il **pagamento delle pensioni** in cumulo sarà effettuato **sempre dall’INPS**, dietro stipula di convenzioni analoghe a quanto attualmente previsto per l’istituto della totalizzazione contributiva ex D.lgs. 42/2006.

Per il calcolo della pensione da “cumulo” ogni gestione previdenziale determina, per la parte di competenza, **il trattamento “pro-quota”** in rapporto ai rispettivi periodi di iscrizione, secondo le regole di calcolo previste da ciascun ordinamento e in base alle retribuzioni di riferimento. Ai fini della misura **“pro quota”** devono essere presi in considerazione **tutti i periodi assicurativi accreditati nella singola gestione**, indipendentemente dalla loro eventuale coincidenza con altri periodi accreditati presso altre gestioni. Resta fermo che **ciascuna gestione provvede a liquidare il rispettivo “pro quota”** di competenza tenendo conto delle proprie regole di calcolo.

Infine, la [**circolare INPS 140/2017**](#) precisa che i periodi di iscrizione nelle varie gestioni si “convertono”, ai fini del cumulo, nell’**unità temporale** prevista da ciascuna gestione sulla base dei seguenti parametri:

- 6 giorni equivalgono ad una settimana e viceversa;
- 26 giorni equivalgono ad un mese e viceversa;
- 78 giorni equivalgono ad un trimestre e viceversa;
- 312 giorni equivalgono ad un anno e viceversa.

Tali parametri hanno la funzione “di ricondurre ad una stessa unità temporale i diversi periodi di iscrizione nelle varie gestioni, ferma restando la loro non incidenza ai fini del diritto e della misura della prestazione. Pertanto, le maggiorazioni contributive, il riconoscimento di accrediti figurativi, ovvero le contrazioni della contribuzione utile per il diritto a pensione, dovranno essere attribuiti senza alcun riguardo al tipo di trattamento previsto per analoghe fattispecie negli ordinamenti delle altre gestioni ove il soggetto possiede contribuzione da cumulare”.



*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 >](#)

CONTENZIOSO

La responsabilità processuale va estesa anche alla fase amministrativa

di Valeria Nicoletti

Con il [**comma 2 bis dell'articolo 15 D.Lgs. 546/1992**](#), il Legislatore ha espressamente previsto la possibilità per il giudice tributario di procedere alla **condanna per lite temeraria** ([**articolo 96, comma 1, c.p.c.**](#)), nonché alla condanna, anche d'ufficio, di una somma in via equitativa quando ricorrono comunque i requisiti della **mala fede** o **colpa grave** ([**articolo 96, comma 3, c.p.c.**](#)).

Nella seconda ipotesi, la norma non ha natura meramente risarcitoria, ma “**sanzionatoria**” ed introduce nell’ordinamento una forma di **danno punitivo** per scoraggiare l’abuso del processo e preservare la funzionalità del sistema giudiziario, traducendosi in “una sanzione d’ufficio”.

Prima della modifica legislativa del 2015, era stata la Cassazione, a sezioni Unite, che aveva statuito la giurisdizione del giudice tributario anche per le ipotesi di **responsabilità aggravata ex articolo 96 c.p.c.**

Secondo una prima interpretazione, essa costituiva un fenomeno endoprocessuale, quindi la domanda era proponibile solo nello **stesso giudizio** dal cui esito si deduceva l’insorgenza di detta responsabilità.

Questo non solo perché nessun giudice può giudicare la temerarietà processuale meglio di colui che decide sulla domanda che si assume come “temeraria”, ma soprattutto perché la **valutazione del presupposto** della responsabilità processuale è così strettamente connessa alla decisione di merito da comportare la possibilità, se separatamente decisa, di un **contrasto di giudicati**.

Pochi anni dopo, le sempre sezioni Unite hanno ritenuto che le espressioni utilizzate dal Legislatore nell’[**articolo 2, comma 1, D.Lgs. 546/1992**](#), “*ogni altro accessorio*” o “*altri accessori*” per la loro latitudine, ricomprendersero senz’altro le spese processuali, e quindi, anche le ipotesi **responsabilità aggravata**.

L’ampia previsione del [**comma 3 dell’articolo 96 c.p.c.**](#) consente al **giudice tributario d’ufficio** di liquidare in favore del **contribuente vittorioso** una somma, in via equitativa, a titolo di **risarcimento dei danni** patiti a causa dell’esercizio, da parte dell’Amministrazione finanziaria, di una **pretesa impositiva** “temeraria”, cioè derivata da **mala fede** o **colpa grave**, con conseguente necessità per il contribuente di dover adire il giudice.

Con la recente [ordinanza n. 22159](#), la Cassazione ha affermato che il concetto di “**responsabilità processuale**” deve intendersi in senso estensivo, quindi, **comprendendo anche della fase amministrativa che ha dato luogo all'esigenza di instaurare un processo “ingiusto”**.

Nel caso esaminato dalla Corte, il giudice di merito aveva valutato sia la **fase amministrativa** che quella giurisdizionale e:

- la mancata considerazione della regolare pratica di condono, conclusa diversi anni prima dell'iscrizione a ruolo;
- lo sgravio operato con cinque anni di ritardo e a giudizio instaurato;
- l'iscrizione ipotecaria su notifica di cartella inesistente;
- l'omessa cancellazione dell'iscrizione in difformità della statuizione giudiziale;
- la successiva rettifica dell'ipoteca per un importo inferiore al minimo di Legge;
- la richiesta, in giudizio, di conferma dell'iscrizione ipotecaria con riguardo ad atti estranei al giudizio e per importi non legali;

avevano costituito il **fondamento** per la **responsabilità aggravata** del **concessionario** della riscossione.

A detta della Corte, poi, anche sulla quantificazione la CTR aveva correttamente operato poiché in assenza di elementi oggettivi di valutazione, la liquidazione del danno poteva operarsi esclusivamente con “*riguardo al danno morale conseguente all'accertata inesistenza del diritto degli enti impositori a chiedere l'iscrizione ipotecaria sul patrimonio del contribuente e ai conseguenti disagi psicologici che tale condotta ha provocato*”, operando una quantificazione sì **in via equitativa**, ma sulla base degli elementi di causa.

Ovviamente, tutto questo se, da un lato, deve spingere gli enti impositori e di riscossione verso l'autotutela nei casi in cui la pretesa azionata è **palesemente infondata**, dall'altro, deve far riflettere, perché la responsabilità aggravata può essere richiesta, o ascritta, anche in capo al contribuente per le **impugnazioni manifestamente pretestuose**.

Seminario di specializzazione

LA MEDIAZIONE TRIBUTARIA

[Scopri le sedi in programmazione >](#)

CONTABILITÀ

Rilevazione contabile della nota di variazione emessa in split payment

di Viviana Grippo

Dal **1° gennaio 2018**, per effetto della modifica del [**comma 1-bis dell'articolo 17-ter, D.P.R. 633/1972**](#), il meccanismo dello *split payment* si renderà applicabile anche alle operazioni effettuate nei confronti:

- degli Enti pubblici economici nazionali, regionali e locali;
- delle Fondazioni partecipate dalle Amministrazioni pubbliche per una percentuale complessiva del fondo di dotazione non inferiore al 70%;
- delle società controllate ex [**articolo 2359, comma 1, n. 2, cod. civ.**](#) dalla Presidenza del Consiglio dei Ministri e dai Ministeri;
- delle controllate ex [**articolo 2359, comma 1, n. 1, cod. civ.**](#) e dalle partecipate per almeno il 70% del capitale dagli enti sopra citati;
- delle quotate inserite nell'Indice FTSE MIB, identificate ai fini Iva.

Già dallo **scorso 1° luglio 2017**, tuttavia, per effetto delle novità contenute nel D.L. 50/2017, alcune operazioni sono passate dal regime ordinario a quello della scissione dei pagamenti. Una delle conseguenze legate a tale evenienza attiene al caso della emissione di **note di variazione** su tali operazioni: occorrerà, all'atto dell'emissione delle note, tener conto del regime Iva applicato nel **documento originario**.

Quindi, se la **fattura originaria** è stata emessa prima del 1° luglio 2017, in regime ordinario, la relativa nota di variazione in diminuzione emessa dopo tale data dovrà seguire le regole ordinarie. Ne consegue che il fornitore che abbia originariamente versato l'imposta potrà **detrarre** quella relativa alla nota di credito annotandola nel registro delle vendite e inserendola nella liquidazione. Allo stesso tempo l'acquirente che riceverà tale nota di variazione rettificherà la detrazione annotando la nota a debito nel registro delle vendite.

Diversamente, se la **nota di variazione** in diminuzione venisse emessa in relazione ad una fattura che già originariamente soggiaceva allo *split payment*, anch'essa seguirà il medesimo regime.

Per il fornitore non si darà vita ad alcun diritto alla detrazione, questi registrerà la nota nel registro delle vendite senza alcun effetto sulla liquidazione Iva.

L'acquirente dovrà registrare la nota di variazione nel registro delle vendite e degli acquisti al

fine di stornare l'imposta prima rilevata a debito.

Si supponga che un soggetto abbia **emesso fattura** verso la pubblica Amministrazione il **3 febbraio 2017** applicando il meccanismo dello *split payment*; la rilevazione contabile di tale fattura è la seguente:

Crediti vs P.A.	a	Diversi	
1.220,00			
	a Ricavi di vendita	1.000,00	
	a Erario per Iva in <i>split payment</i>		<u>220,00</u>
Erario per Iva in <i>split payment</i>	a		Crediti vs
P.A. 220,00			

Successivamente, in data **10 settembre 2017**, il medesimo fornitore ha emesso **nota di variazione**. La rilevazione contabile assume la seguente forma:

Diversi	a	Crediti vs P.A.
122,00		
Ricavi di vendita	100,00	
Erario per Iva in <i>split payment</i>	<u>22,00</u>	

Quindi all'atto dello storno dell'Iva in *split*:

Crediti vs P.A.	a	Erario per Iva in <i>split</i>
<i>payment</i> 22,00		

Infine si procederà alla rilevazione del **saldo**:

Banca c/c	a	Crediti vs P.A.
900,00		

OneDay Master

I PRESUPPOSTI PER L'APPLICAZIONE DELL'IVA

[Scopri le sedi in programmazione >](#)

ADEMPIMENTI

Locazioni brevi: l'obbligo di trasmissione per gli intermediari

di Dottryna



È oramai noto che il D.L. 50/2017, convertito, con modificazioni, dalla L. 96/2017, ha introdotto una nuova disciplina fiscale in materia di locazioni brevi.

Al fine di approfondire i diversi aspetti della materia, è stata pubblicata in *Dottryna*, nella sezione “*Strutture ricettive*”, una apposita *Scheda di studio*.

Il presente contributo tratta del nuovo obbligo di trasmissione dei dati dei contratti di locazione breve posto a carico degli intermediari.

A seguito delle novità introdotte dalla Manovra correttiva, i soggetti che esercitano **attività di intermediazione immobiliare**, nonché quelli che **gestiscono portali telematici**, mettendo in contatto persone in ricerca di un immobile con persone che dispongono di unità immobiliari da locare, **devono trasmettere, entro il 30 giugno dell'anno successivo, i dati** relativi ai **contratti di locazione breve conclusi per il loro tramite**.

Come chiarito dalla [circolare AdE 24/E/2017](#), il nuovo obbligo di trasmissione **non riguarda** tutti gli intermediari che favoriscono l'**incontro tra domanda e offerta** di abitazione, ma soltanto coloro che, oltre a tale attività, forniscono un **supporto professionale** o tecnico informatico nella fase del **perfezionamento dell'accordo**.

Pertanto, si rende necessario distinguere due casi:

- se il **conduttore ha accettato la proposta di locazione tramite l'intermediario** stesso o aderendo alla offerta di locazione tramite la piattaforma *on line*, l'intermediario è **tenuto alla comunicazione** dei dati del contratto;
- se il **locatore ha deciso di avvalersi dell'intermediario solo per proporre l'immobile** in locazione ma è previsto che il **conduttore comunichi direttamente al locatore l'accettazione della proposta**, l'intermediario **non è tenuto a comunicare** i dati del contratto.

Gli **intermediari** che intervengono nella conclusione dei contratti di locazione breve **devono**

comunicare all'Agenzia delle Entrate:

- il **nome, cognome e codice fiscale del locatore;**
- la **durata del contratto;**
- l'**importo del corrispettivo lordo;**
- l'**indirizzo dell'immobile.**

Per i contratti relativi al **medesimo immobile** e stipulati dal **medesimo locatore**, la comunicazione dei dati può essere effettuata anche **in forma aggregata** ([**Provvedimento AdE del 12 luglio 2017 prot. 132395/2017**](#)).

In caso di **recesso dal contratto** di locazione breve avvenuto prima dei termini per la trasmissione dei dati, gli intermediari **non sono tenuti a trasmettere** i dati del contratto.

Se, invece, il **recesso** è esercitato successivamente all'adempimento dell'obbligo di trasmissione, l'intermediario dovrà **rettificare la comunicazione** utilizzando le modalità informatiche predisposte dall'Agenzia ([**circolare AdE 24/E/2017**](#)).

I **soggetti non residenti**, se in possesso di una **stabile organizzazione in Italia, trasmettono i dati per il tramite della stabile organizzazione**; i soggetti **non residenti** nel territorio dello Stato che risultino **privi di stabile organizzazione** in Italia, per trasmettere i dati devono avvalersi di un **rappresentante fiscale** individuato tra i soggetti legittimi ad operare le ritenute sui redditi da lavoro dipendente corrisposti.

L'**omessa, incompleta o infedele comunicazione** dei dati relativi ai contratti di locazione breve da parte degli intermediari è punita con la **sanzione da 250 a 2.000 euro**.

La sanzione è **ridotta alla metà** se la trasmissione è effettuata **entro i quindici giorni** successivi alla scadenza, ovvero se, nel medesimo termine, è effettuata la trasmissione corretta dei dati.

Non è tuttavia **sanzionabile** la incompleta o errata comunicazione dei dati del contratto se causata dal **comportamento del locatore**.

Convegno di aggiornamento

I CONTRATTI IMMOBILIARI E LA NUOVA DISCIPLINA DELLA FISCALITÀ IMMOBILIARE

[**Scopri le sedi in programmazione >**](#)

FINANZA

La settimana finanziaria

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



IL PUNTO DELLA SETTIMANA: la BCE inaugura un periodo di “ample accomodation”

- La riduzione dei volumi del programma di QE da 60 miliardi a 30 miliardi di euro al mese partirà da gennaio 2018 e avrà una durata minima di 9 mesi
- I titoli in scadenza saranno reinvestiti per un periodo di tempo molto esteso, secondo la quota dei paesi nel capitale della Banca Centrale
- I tassi di interesse resteranno bassi a lungo

L'espansione economica dell'Area Euro rimane robusta, diffusa tra i diversi paesi e supportata anche dalla politica monetaria. I rischi restano bilanciati, mentre è ragionevole attendersi un rallentamento temporaneo dell'inflazione *headline* intorno alla fine dell'anno in corso, dato che l'inflazione *core* non mostra ancora segnali convincenti di ripresa.

In questa congiuntura economica, **la BCE ha rimodulato il proprio piano di acquisti, ribadendo la forward guidance e lasciando invariato il corridoio dei tassi di interesse**, che resteranno invariati ai livelli attuali per un lungo periodo di tempo anche dopo la fine del QE: la BCE **ha deciso di continuare gli acquisti almeno fino a settembre 2018, riducendoli a partire da gennaio 2018 da 60 miliardi a 30 miliardi al mese. Il piano di acquisti rimane “state contingent”** (essendo possibile ampliarlo se necessario) e **condizionale ad un aggiustamento durevole dell'evoluzione dei prezzi**. Il Consiglio Direttivo ha deciso a larga maggioranza (con il disaccordo di quattro consiglieri tra cui Weidmann) **di non fissare una data finale per il piano di acquisti**, mentre il Presidente Draghi ha aggiunto, in conferenza stampa, che il piano “non si fermerà all'improvviso”. Queste parole potrebbero essere considerate come un segnale potenziale di un'ulteriore estensione del programma oltre settembre 2018 o semplicemente suggerire che una data di fine settembre sarà segnalata con largo anticipo. A nostro avviso, la scelta di confermare gli acquisti per almeno altri nove mesi si inserisce in una strategia di cautela della BCE e probabilmente non ignora l'appuntamento elettorale italiano di primavera, fornendo alla Banca Centrale un maggior livello di flessibilità. Seppure il Consiglio Direttivo non lo abbia discusso durante il Consiglio di politica monetaria, è stato confermato che gli acquisti comprenderanno una quota importante di corporate bond. Infine, la BCE ha ribadito

che nelle sue normali operazioni di rifinanziamento continuerà a fornire alle banche liquidità illimitata a tasso fisso fino a fine 2019.

Durante la conferenza stampa, il Presidente Draghi ha posto l'attenzione sui **re-investimenti dei titoli a scadenza** nel proprio bilancio. Ribadendo che il suo portafoglio di obbligazioni sarà reinvestito per un periodo di tempo indefinito, la BCE si è sostanzialmente vincolata a una **fase di bilancio stabile dopo la fine del QE**. Dal 6 novembre, la BCE pubblicherà mensilmente gli importi di rimborso attesi per i successivi 12 mesi, che seguiranno la ripartizione degli acquisti secondo la quota dei paesi nel capitale della Banca Centrale stessa. Nessuna indicazione è stata data sulla durata massima dei reinvestimenti dei titoli a scadenza, ma è stato confermato che non esiste un tetto massimo alla dimensione del bilancio della BCE.

Inoltre, Draghi ha sottolineato che la politica monetaria attuale è strutturata su **tre elementi che operano congiuntamente**: a) l'acquisto di titoli all'interno del piano di QE; b) il reinvestimento del nozionale di titoli che verranno a scadenza; c) la *forward guidance* relativa ai tassi di interesse. Il Presidente ha voluto separare, così, la *guidance* sui re-investimenti (orientamento in termini di future decisioni, sui reinvestimenti dei titoli a scadenza nel proprio bilancio e quindi indirettamente il livello che avrà il bilancio della BCE anche dopo la fine del piano di acquisti) e la *forward guidance* sul livello dei tassi di interesse. E' evidente l'interesse di Draghi nel sottolineare l'importanza dell' "effetto stock" (dimensione del bilancio della BCE) sul *term premium* dei titoli di stato al diminuire dell'effetto flusso (acquisti mensili netti, quindi comprensivi dei reinvestimenti).

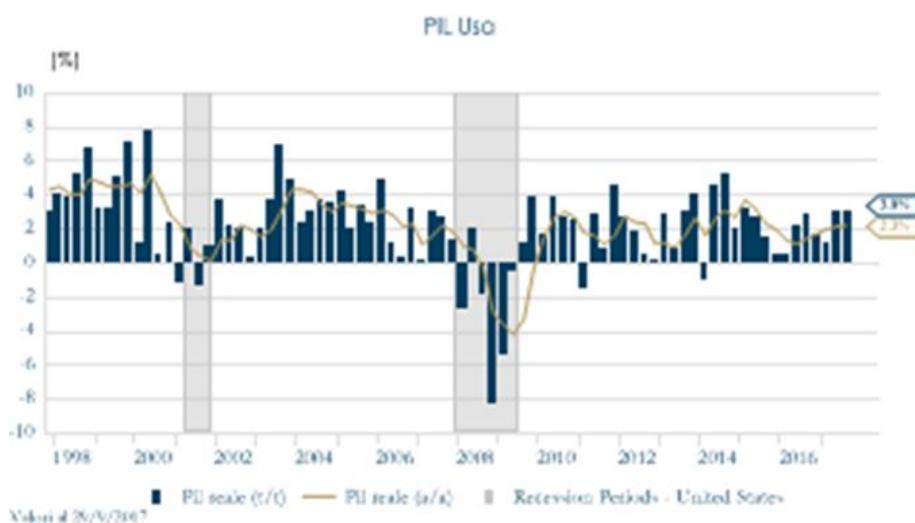
LA SETTIMANA TRASCORSA

Europa: gli indici PMI indicano una crescita robusta in ottobre

Questa settimana sono state rese note le prime indicazioni relative al mese di ottobre, con la pubblicazione delle stime preliminari dei PMI. **Le indicazioni confermano una crescita robusta dell'Area**, nonostante la leggera flessione dell'indice PMI Composito, derivante da una dinamica opposta nei diversi settori: se per il manifatturiero si osserva un'accelerazione da 58.1 a 58.6 (contro l'aspettativa di un calo a 57.8), per i servizi l'evoluzione è opposta con una correzione da 55.8 a 54.9 (contro l'aspettativa di 55.6). **L'effetto combinato dei due aggiustamenti si traduce in una flessione per il PMI Composito dell'Area Euro che passa dai 56.7 di settembre a 55.9 in ottobre**, dato il maggior peso per le imprese di servizi. In Germania, l'indice PMI rallenta a 56.9 da 57.7, mentre **accelera al disopra delle attese l'indice IFO per le imprese tedesche** che sale da 115.3 a 116.7 punti. A sostenere l'ottimismo delle imprese è il miglioramento del ciclo economico a livello globale e la stabilità della valuta unica negli ultimi mesi; il sondaggio in ottobre ha così toccato nuovi massimi storici da quando la serie viene calcolata. Il dettaglio delle componenti mostra miglioramenti diffusi, con un aumento dell'indice relativo alla situazione corrente, che sale da 123.7 a 124.8 punti e con un incremento della misura relativa alle aspettative a 6 mesi, balzata da 107.5 a 109.1 punti. Sul fronte politico, invece, **si inasprisce la crisi catalana**. Il presidente catalano Puigdemont non

indirà elezioni anticipate, per l'assenza di sufficienti garanzie da Madrid sul fatto che in questo modo si sarebbe evitato il commissariamento della regione e **ha dichiarato l'indipendenza dalla Spagna**. Questo non significa che la Catalogna sia ora uno stato sovrano. Infatti il Senato spagnolo ha votato, oggi pomeriggio, per conferire al primo ministro M. Rajoy poteri straordinari per espellere il governo catalano e commissionare la Catalogna. Madrid mira a prendere il controllo delle finanze, della polizia regionale e dei media pubblici.

Stati Uniti: PIL di T3 al 3% t/t annualizzato



Sorprendono ampiamente al **rialzo i dati sugli ordini di beni durevoli** che in settembre registrano un incremento di +2.2% m/m, in modesta accelerazione dal precedente +2.0% m/m e decisamente al di sopra del consenso di mercato (+1.0%). **La stima preliminare del PIL per T3 si attesta a 3.0% al disopra delle attese (2.6%)**. Il report mostra un rallentamento della spesa per consumi a 2.4% dal precedente 3.3% ed un'accelerazione degli investimenti privati a 6.6% rispetto al precedente 3.9%. Gli investimenti residenziali sono diminuiti risentendo dell'impatto degli uragani. Allo stesso tempo le scorte si sono mantenute forti. La crescita delle esportazioni ha rallentato t/t e le importazioni hanno registrato un calo annuo del 0.1%.

Asia: inflazione in Giappone resta modesta

In Giappone, l'indice PPI servizi di settembre cresce dello 0.9% a/a, leggermente al di sopra del consensus, mentre **l'indice CPI core è aumentato dello 0.7% a/a in settembre**, in linea con l'aumento registrato ad agosto (0.7% a/a). Anche l'inflazione al netto delle variazioni su beni alimentari freschi ed energetici è rimasta invariata allo 0.2% a/a. Gli aumenti marginali delle utilities e dei trasporti sono stati compensati dai settori dell'abbigliamento e dell'intrattenimento. Il contributo dei prezzi dell'energia è aumentato di 0.04%, determinato da una crescita più elevata dei prezzi dell'elettricità e del gas, mentre i prezzi della benzina sono rimasti moderati. **L'inflazione resta, quindi, modesta e la BoJ sta valutando un'ulteriore revisione al ribasso per la previsione del CPI core nel 2017** rispetto all'attuale 1.1%,

rafforzando ulteriormente la percezione che la politica monetaria resterà accomodante a lungo. **La vittoria della coalizione di governo nelle elezioni di domenica ha cementato le aspettative del status-quo politico**, dato che il governatore della BoJ Haruhiko, Kuroda, ha dichiarato di essere favorito dal primo ministro Shinzo Abe nelle elezioni di aprile 2018.