

Edizione di sabato 25 novembre 2017

PENALE TRIBUTARIO

Sanzioni 231 e assoluzione dell'autore del reato presupposto
di **Luigi Ferrajoli**

AGEVOLAZIONI

Super ammortamento in più esercizi per i beni non superiori a 516,46 euro
di **Alessandro Bonuzzi**

PENALE TRIBUTARIO

Alla Consulta soglie di punibilità e reati di dichiarazione fraudolenta
di **Valeria Nicoletti**

CONTABILITÀ

Contabilizzazione al 30 novembre del diritto CCIAA
di **Viviana Grippo**

FISCALITÀ INTERNAZIONALE

La residenza delle persone fisiche
di **Dottryna**

FINANZA

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

PENALE TRIBUTARIO

Sanzioni 231 e assoluzione dell'autore del reato presupposto

di **Luigi Ferrajoli**

Il D.Lgs. 231/2001 ha introdotto nell'ordinamento un nuovo genere di autonoma **responsabilità amministrativa** che sorge in capo all'ente in caso di commissione, nel suo interesse o vantaggio, di uno dei reati disciplinati agli [articoli 24](#) e ss. sia da parte di soggetti con posizioni apicali, sia da parte di soggetti a questi sottoposti.

Che cosa accade, tuttavia, nel caso in cui il presunto autore del delitto presupposto alla responsabilità amministrativa dell'ente sia **assolto dall'accusa contestatagli** e quali effetti genera la sentenza di proscioglimento in capo alla persona giuridica?

A chiarirlo è la [sentenza n. 49056 del 25.10.2017](#) emessa dalla Corte di Cassazione.

Con la richiamata decisione, infatti, la Suprema Corte torna ad affrontare il tema della responsabilità **"parapenale"** delle persone giuridiche, questa volta offrendo interessanti chiarimenti in merito alla possibile compatibilità tra **l'assoluzione della persona accusata di reato e la contestuale irrogazione delle sanzioni in capo al soggetto giuridico** che avrebbe tratto vantaggio dalla condotta dell'agente.

Proseguendo con ordine, la vicenda in commento trae origine dalla contestazione del **delitto di corruzione** in capo ad un consigliere comunale che, a fronte di un ingente corrispettivo, avrebbe sfruttato la sua qualifica di pubblico ufficiale per consentire la modifica della destinazione d'uso di alcuni **terreni intestati alla società di cui era anche amministratore** affinché fosse eliminato ogni vincolo edificatorio relativo al terreno.

Com'è noto, lo schema tipico del reato di corruzione prevede un **accordo fra un pubblico funzionario e un privato**, in forza del quale il primo accetta dal secondo un compenso che non gli è dovuto per il compimento di un atto contrario ai propri doveri di ufficio (corruzione propria), ovvero conforme a tali doveri (corruzione impropria).

Alla luce di tali circostanze, alla società è stato anche contestato l'illecito amministrativo dipendente da **reato ex articolo 25, D.Lgs. 231/2001**, specificatamente dal delitto di corruzione ex [articolo 318 c.p.](#)

L'imputato è stato **prosciolto in appello** e, di conseguenza, il giudice del merito ha ritenuto di dover assolvere anche la società per essere venuto meno il presupposto per il riconoscimento della responsabilità da reato degli enti.

Tuttavia, l'**automatismo** stabilito tra assoluzione della persona fisica imputata del reato presupposto per la ritenuta insussistenza di quest'ultimo e l'esclusione della responsabilità dell'ente per la sua commissione, a dire della Cassazione, deve considerarsi **illegittimo**.

Il ragionamento giuridico posto a fondamento della decisione si rivela molto interessante laddove afferma che, in termini generali, il D.Lgs. 231/2001 *"rifiuta un criterio imputativo fondato sulla **responsabilità "di rimbalzo"** dell'ente rispetto a quella della persona fisica"*, atteso che *"l'illecito amministrativo ascrivibile all'ente non coincide con il reato, ma **costituisce qualcosa di diverso**, che addirittura lo ricomprende"*.

In altri termini, la Corte di Cassazione ha chiarito che il reato realizzato dai soggetti apicali dell'ente, ovvero dai suoi dipendenti, costituisce solo **uno degli elementi che formano l'illecito da cui deriva la responsabilità dell'ente**, che costituisce una fattispecie complessa, in cui il reato rappresenta il presupposto fondamentale, accanto alla qualifica soggettiva della persona fisica e alla sussistenza dell'interesse o del vantaggio che l'ente deve aver conseguito dalla condotta delittuosa posta in essere dal soggetto apicale o subordinato.

A ciò si aggiunga che, nel caso di specie, le condotte corruttive erano intervenute dall'inizio dell'*iter* amministrativo e avevano comunque visto coinvolti non soltanto l'imputato poi assolto, ma **anche altri pubblici ufficiali che avevano riportato condanna definitiva in sede di giudizio abbreviato e avevano poi patteggiato**.

Per tale ragione, la Cassazione ha quindi censurato e annullato con rinvio ad altra sezione la decisione della Corte d'Appello, poiché il proscioglimento di uno dei pubblici ufficiali indicati come corrotti non può di per se stessa generare **l'assoluzione anche della persona giuridica** di cui è amministratore, specialmente qualora l'illecito contestato all'ente non riguardi esclusivamente la condotta dell'assolto, dovendo *"il giudice ... verificare l'eventuale responsabilità dell'ente indipendentemente dalle legittime scelte processuali degli imputati, che possano aver precluso la celebrazione del simultaneus processus nei confronti dei responsabili del reato e dell'ente per l'illecito ad esso collegato"*.



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 >

AGEVOLAZIONI

Super ammortamento in più esercizi per i beni non superiori a 516,46 euro

di **Alessandro Bonuzzi**

La scelta civilistica di non imputare l'**intero** costo del bene strumentale nuovo di **valore non superiore a 516,46 euro** nell'esercizio di sostenimento **impedisce di fruire integralmente**, nello stesso esercizio, del corrispondente **super ammortamento**.

Lo ha precisato la [risoluzione dell'Agenzia delle Entrate 145/E di ieri](#), emanata in risposta a una richiesta di chiarimenti pervenuta da più parti in ordine all'applicazione delle disposizioni sul **super ammortamento**.

Alla base dell'**incertezza interpretativa** c'è la decisione dell'istante di ammortizzare in bilancio il costo di beni il cui valore non supera il vecchio milione di lire **in più esercizi**.

In tal caso **non era chiaro** se si potesse operare la deduzione extracontabile del 40% in un'**unica soluzione** oppure se si dovesse obbligatoriamente far riferimento ai **coefficienti** di ammortamento **fiscale** di cui al **D.M. 31 dicembre 1988**.

Sul punto la risposta dell'Agenzia è **ragionevole** e **puntuale**. Preliminarmente, la risoluzione in commento ricorda che:

- il super ammortamento si concretizza in una deduzione calcolata in base ai **coefficienti stabiliti dal D.M. 31 dicembre 1988**, ridotti alla metà per il primo esercizio per coloro che svolgono un'attività d'impresa;
- la maggiorazione **non risulta legata alle valutazioni di bilancio**, ma è correlata ai coefficienti di ammortamento fiscale;
- con riferimento ai beni strumentali nuovi di costo unitario non superiore a 516,46 euro, qualora, per effetto della super quota del 40%, il valore del costo superi la soglia, **non viene comunque meno la possibilità di deduzione integrale** nell'esercizio dell'acquisto.

Successivamente, entrando nel merito del quesito posto, l'Agenzia afferma che, laddove il contribuente decida di **ammortizzare in bilancio** i beni in questione in più esercizi, la maggiorazione del 40% deve essere fruita **di anno in anno** nella **misura** che risulta dall'applicazione del coefficiente di ammortamento fiscale specifico del bene.

Sicché il contribuente:

- deduce le **quote** di **ammortamento** dei beni secondo le regole ordinarie contenute nell'[articolo 102, commi 1 e 2, del Tuir](#) e nell'[articolo 109, comma 4, del Tuir](#) (cd. principio della previa imputazione al conto economico);
- deduce extracontabilmente le **quote** relative alla **maggiorazione del 40%** applicando i coefficienti previsti dal D.M. 31 dicembre 1988, indipendentemente dal coefficiente di ammortamento civilistico adottato.

La risoluzione contiene, in chiusura, un **esempio** che aiuta a comprendere in concreto la soluzione proposta e che si **riporta** qui di seguito.

*“Una società di capitali acquista, in data 1° luglio 2017, un **bene per un costo pari ad euro 500**; lo stesso giorno il bene viene consegnato ed entra in funzione.*

*Il bene può fruire della maggiorazione del 40 per cento del costo di acquisizione che, quindi, ai soli fini della determinazione delle quote di ammortamento, sarà pari ad euro **200** (40% di 500).*

*Contabilmente, la società decide di **ammortizzare il bene con un coefficiente del 20%**, pari ad una quota annua di 100 (500 x 20%); il decreto ministeriale 31 dicembre 1988 prevede un **coefficiente fiscale del 25%**, pari ad una quota annua massima ammessa in deduzione di 125 (500 x 25%)”.*

In sintesi la **situazione di partenza** è la seguente.

(A) Costo di acquisizione	500
(B) Maggiorazione complessiva super ammortamento (A x 40%)	200
(C) Coefficiente di ammortamento civilistico	20%
(D) Coefficiente di ammortamento D.M. 31/12/1988	

Seminario di specializzazione

IL NUOVO BILANCIO D'ESERCIZIO E LE IMPLICAZIONI FISCALI

Scopri le sedi in programmazione >

PENALE TRIBUTARIO

Alla Consulta soglie di punibilità e reati di dichiarazione fraudolenta

di **Valeria Nicoletti**

A poco più di due anni dall'emanazione del D.Lgs 158/2015 che ha modificato il D.Lgs 74/2000 i **reati tributari** tornano all'attenzione della **Corte Costituzionale**.

Nello specifico con l'ordinanza del 13 luglio 2017, pubblicata sulla G.U. n. 43 dello scorso 25 ottobre, la Sez. II, del Tribunale di Palermo ha sollevato questione di **legittimità costituzionale** – sotto il profilo della manifesta irragionevolezza nonché per violazione degli [articoli 3, 76 e 77](#) della Costituzione – dell'[articolo 2 D.Lgs. 74/2000](#) (nella formulazione *post* D.Lgs. 158/2015) nella parte in cui non esclude – a differenza di quanto invece previsto dall'[articolo 3 D.Lgs. 74/2000](#) – la punibilità della condotta in presenza di **soglie di punibilità**.

L'eccezione si basa sull'assunto di una **sostanziale omogeneità** tra il reato di “*Dichiarazione fraudolenta mediante uso di fatture o altri documenti per operazioni inesistenti*” ([articolo 2 D.Lgs. 74/2000](#)) e quello di “*Dichiarazione fraudolenta mediante altri artifici*” ([articolo 3 D.Lgs. 74/2000](#)).

L'ipotesi di cui all'articolo 2 si differenzerebbe sia strutturalmente che funzionalmente da quella dell'articolo 3, non per la natura del falso *ivi* contemplato, ma per il rapporto di **specialità reciproca** (e non di sussidiarietà) intercorrente tra le due norme.

Ai fini del reato ex [articolo 2 D.Lgs. 74/2000](#), la nozione di fatture o altri documenti per operazioni inesistenti attiene sia all'inesistenza dell'operazione economica (oggettiva o soggettiva, totale o parziale) sia alla **natura del documento** che deve essere costituito da una fattura o altro documento avente rilievo probatorio analogo in base alle norme tributarie.

Secondo questa impostazione, in un giudizio di comparazione, il reato di cui all'[articolo 3](#) troverebbe applicazione quando, per l'indicazione di elementi passivi fittizi, non ci si avvale delle fatture e degli altri documenti aventi un contenuto probatorio analogo, ma si pongono in essere gli **altri artifici** descritti irriducibili, secondo la nuova formulazione dell'articolo, ad un mero mendacio contabile.

Pertanto, “*sarebbe soltanto l'efficacia probatoria (declinata sulla falsariga delle norme tributarie) del documento utilizzato per la dichiarazione fraudolenta l'elemento specializzante volto a qualificare la fattispecie incriminatrice descritta dall'art. 2 e, al contempo, a tenerla distinta da quella prevista dall'art. 3 del D.Lgs. n. 74/2000*”.

La sostanziale omogeneità tra le norme in esame si ricaverebbe, inoltre, dalla **sovrapposizione** delle **definizioni** di “operazioni inesistenti” ([articolo 2 D.Lgs. 74/2000](#)) e “operazioni simulate” ([articolo 3 D.Lgs. 74/2000](#)); sul punto il Tribunale di Palermo riportandosi all'interpretazione dell'Ufficio del Massimario della Corte di Cassazione (cfr. Relazione n. III/05/2015 del 23 ottobre 2015) afferma che “la sovrapposizione *“andrebbe decifrata nel senso di non ravvisare differenza alcuna tra operazioni simulate ed apparenti, la cui riconducibilità all’art. 2 o all’art. 3 del D.Lgs. n. 74/2000 dipenderebbe esclusivamente dalla sussistenza o meno del documento contabile nonché dalla eventuale copertura cartolare offerta dalla fattura”*”.

Sulla base della sostanziale identità tra la fattispecie in esame, accomunate da una struttura bifasica e riconducibili all'unico *genus* della frode fiscale (cfr. Relazione n. III/05/2015 del 28 ottobre 2015), il Tribunale ritiene che **la differenziazione sanzionatoria derivante dalla previsione nell'articolo 3 D.Lgs. 74/2000 di determinate soglie di punibilità si presta a generare una irragionevole disparità di trattamento non giustificata da specifiche esigenze repressive**, ritenendo che le condotte *ivi* previste possano rappresentare per l'interesse dell'Erario un pericolo concreto non inferiore rispetto alle operazioni punite dall'[articolo 2 D.Lgs. 74/2000](#).

Infatti, la scelta delle soglie di punibilità, come elemento costitutivo del reato, se pur rimessa alla discrezionalità del Legislatore, non può sfuggire al canone della **ragionevolezza**, che impone di non differenziare, in assenza di giustificate istanze punitive, il trattamento sanzionatorio di comportamenti di **eguale gravità**.



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 >

CONTABILITÀ

Contabilizzazione al 30 novembre del diritto CCIAA

di **Viviana Grippo**

Il termine di **versamento** del diritto annuale dovuto alla **Camera di commercio** dalle aziende ivi iscritte coincide con quello previsto per il **versamento** del **primo acconto** delle imposte sui redditi, con la possibilità di differire il pagamento ai successivi 30 giorni applicando la **maggiorazione** dello 0,40%.

Ne consegue che i soggetti interessati, ovverosia:

- le imprese individuali,
- le società di persone,
- le società di capitali e
- gli altri soggetti obbligati,

all'atto del pagamento della prima rata di acconto delle imposte sul reddito devono aver **calcolato** e **versato**, sulla base di apposite aliquote a scaglioni applicabili al fatturato Irap, la quota di tributo dovuta alla CCIAA di appartenenza.

Con il termine per il versamento del primo acconto, di norma, l'obbligo verso le Camere di commercio si può quindi dire concluso, tuttavia, lo scorso **29 giugno** è stato pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale n. 149 il [decreto del MiSE datato 22 maggio 2017](#), con il quale è stato predisposto l'incremento della misura del diritto camerale annuo per il **triennio 2017-2018 e 2019**, maggiorazione applicabile qualora le stesse CCIAA abbiano presentato programmi e progetti, condivisi con le Regioni, con la finalità di promozione dello sviluppo economico e l'organizzazione di servizi alle imprese.

Ne è derivato che ben **79 Camere di commercio** hanno richiesto ed ottenuto tale maggiorazione; la loro elencazione è contenuta nell'**allegato A** al decreto.

Considerato che la relativa data di pubblicazione era a ridosso della scadenza e considerato che a tale data era lecito pensare che molte aziende avessero già calcolato e anche versato il diritto dovuto, il decreto del MiSE ha stabilito che le imprese che avessero già provveduto a versare l'importo per il 2017 possono **adeguare** il relativo **versamento** procedendo a un conguaglio per differenza (e quindi sostanzialmente versando la maggiorazione) entro il termine per il versamento del secondo acconto delle imposte redditi, ovvero **entro il prossimo 30 novembre**, senza alcuna maggiorazione.

Ne consegue che per il 2017 il diritto camerale doveva/deve essere versato:

- quanto alla quota “**ordinaria**”, entro il 30 giugno o comunque con il versamento del primo acconto delle imposte sul reddito;
- quanto alla quota **maggiorata** del 20%, entro il termine per la scadenza del versamento del secondo acconto, senza maggiorazione.

Contabilmente la rilevazione eseguita tanto in concomitanza del primo acconto che al 30 novembre segue il pagamento e assume la seguente forma:

Diritto camerale (ce)	a	Banca c/c (sp)
-----------------------	---	----------------

Il diritto camerale trova allocazione nella voce **B.14 Oneri diversi di gestione** e risulta **deducibile** dalle imposte sul reddito.



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 >

FISCALITÀ INTERNAZIONALE

La residenza delle persone fisiche

di Dottryna



Negli ultimi anni si è notevolmente intensificata la lotta all'evasione fiscale internazionale. In tale contesto, il tema dell'esatta individuazione della residenza fiscale del soggetto passivo costituisce una questione di centrale importanza.

Al fine di approfondire gli aspetti della materia, è stata pubblicata in Dottryna, nella sezione "Fiscalità internazionale", una apposita Scheda di studio.

Il presente contributo analizza la disciplina della residenza fiscale delle persone fisiche.

L'[articolo 2, comma 2, del Tuir](#) dispone che: *"ai fini delle imposte sui redditi si considerano residenti le persone che per la maggior parte del periodo d'imposta sono iscritte nelle anagrafi della popolazione residente o hanno nel territorio dello Stato il domicilio o la residenza ai sensi del Codice civile"*. Per realizzare il requisito della **maggior parte del periodo d'imposta** occorre superare, nel corso dell'anno, **183 giorni** ossia **184 giorni** in caso di **anno bisestile**.

Gli elementi che determinano la **residenza fiscale delle persone fisiche** in Italia sono:

- **iscrizione nell'anagrafe della popolazione residente;**
- **domicilio nel territorio dello Stato**, definito come la sede **principale degli affari e interessi** ([articolo 43, primo comma, cod. civ.](#));
- **residenza nel territorio dello Stato**, identificabile come la **dimora abituale** del soggetto ([articolo 43, secondo comma, cod. civ.](#)).

L'iscrizione **all'anagrafe della popolazione residente** è un **requisito di carattere formale**. Se il soggetto risulta essere iscritto in un determinato **Comune italiano** per più di **183 giorni in un anno**, lo stesso sarà considerato **residente in Italia**.

Il domicilio è definito dall'[articolo 43, primo comma, cod. civ.](#), come *"il luogo nel quale la persona ha stabilito la sede principale dei suoi affari e interessi"* ed è caratterizzato dalla volontà del contribuente di stabilire e conservare in un determinato luogo **il centro dei propri interessi personali, familiari e patrimoniali**.

*“La locuzione **affari ed interessi** deve intendersi in **senso ampio**, comprensivo **non solo di rapporti di natura patrimoniale ed economica** ma anche **morali, sociali e familiari** ... sicché la determinazione del domicilio va desunta alla stregua di tutti gli elementi di fatto che, direttamente o indirettamente, denuncino la presenza in un certo luogo di tale complesso di rapporti e il carattere principale che esso ha nella vita della persona [...] da ciò discende che **deve considerarsi fiscalmente residente in Italia** un soggetto che, pur avendo trasferito la propria residenza all'estero e svolgendo la propria attività fuori dal territorio nazionale, mantenga il centro dei propri interessi familiari e sociali in Italia” ([C.M. 304/1997](#)).*

Il **centro principale degli interessi vitali** del soggetto va individuato **dando prevalenza al luogo in cui la gestione di detti interessi viene esercitata** abitualmente in modo **riconoscibile dai terzi** ([Corte di Cassazione, sentenza n. 6598 del 2013](#)).

Si ritiene che nel **processo logico – giuridico** finalizzato all'esatta individuazione della residenza fiscale della persona fisica, il domicilio è un elemento di fondamentale importanza.

Il contribuente dovrà **dimostrare l'effettività del trasferimento** nel Paese estero sulla base di elementi sostanziali quali, a titolo esemplificativo:

- il contratto di affitto relativo ad un appartamento locato all'estero;
- la regolare corresponsione di affitti e spese accessorie (esempio condominio);
- la congruità delle spese relative alle varie utenze in uso in detto appartamento;
- la stipulazione di utenze telefoniche, televisive, e di contratti bancari ([Corte di Cassazione, sentenza n. 20285 del 2013](#)).

La residenza è definita dall'[articolo 43, secondo comma, cod. civ.](#) come “*il luogo in cui la persona ha la **dimora abituale***”.

Secondo la [C.M. 304/1997](#), affinché sussista il **requisito dell'abitualità della dimora** non è necessaria la continuità o la definitività (Corte di Cassazione, sentenza 29 aprile 1975, n. 2561; Corte di Cassazione sentenza S.U. 28 ottobre 1985, n. 5292). Cioiché **l'abitualità della dimora** permane qualora il soggetto **lavori o svolga altre attività** al di fuori del comune di residenza (del territorio dello Stato), purché conservi in esso l'abitazione, vi ritorni quando possibile e mostri l'intenzione di mantenervi il centro delle proprie **relazioni familiari e sociali** ([Corte di Cassazione, sentenza 14 marzo 1986, n. 1738](#)).

La **dimora** di una persona richiede la valutazione di un **elemento oggettivo** (stabile permanenza del contribuente in un determinato luogo), e di un **elemento soggettivo** (volontà del soggetto di rimanervi in modo **duraturo nel tempo**).



*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: l'appiattimento della curva dei rendimenti negli Stati Uniti

- Il differenziale di rendimento tra *Treasuries* a 10 anni (2.3%) e 2 anni (1.7%) è sceso sotto i 60 punti base dai 130 punti base di inizio anno
- Alla base c'è un basso premio per il rischio di inflazione, un modesto *terminal rate* nonché un *term premium* compresso a fronte di aspettative di un graduale rialzo del costo del denaro
- Un *repricing* del *term premium* e del premio per il rischio di inflazione rappresentano una fonte di volatilità futura e un possibile rischio di scenario

Spesso, nei precedenti cicli economici, l'appiattimento della struttura a termine dei rendimenti governativi ha suggerito attese degli investitori di una riduzione della crescita economica e/o dell'inflazione. **A fronte di un persistente e sincrona ripresa dell'economia mondiale e un contestuale miglioramento del mercato del lavoro, la recente diminuzione dell'inclinazione della struttura a termine governativa US si configura come un paradosso. Riteniamo, pertanto, che la dinamica di appiattimento della curva statunitense attualmente non costituisca un indicatore di un indebolimento del ciclo economico.** Essendo conseguenza diretta dell'indebolimento del rendimento obbligazionario a lungo termine sceso a fronte dell'aumento del rendimento a due anni, spinto dalle attese di ulteriori rialzi da parte della Fed nei prossimi due anni, le cause dell'appiattimento vanno cercate soprattutto **nei tre fattori che hanno causato il calo dei rendimenti obbligazionari a lungo termine:**a) **diminuzione del premio atteso dagli investitori per il rischio di inflazione:** per tutto il 2017 l'inflazione è rimasta sorprendentemente bassa, scendendo ripetutamente sotto le attese di mercato nonostante il mercato del lavoro abbia mostrato continui miglioramenti, tanto che alcuni esponenti della *Federal Reserve* hanno parlato di scomparsa della curva di Phillips. Conseguentemente, anche a fronte di aspettative di inflazione a lungo termine stabili, in questo contesto di continua modesta inflazione realizzata **gli investitori hanno iniziato a chiedere un più basso premio per il rischio di inflazione futura;**b) **diminuzione delle aspettative sul *terminal rate*.** Come le aspettative sull'inflazione futura, le aspettative sui futuri tassi di interesse reali a breve termine sono un fattore determinante dei rendimenti a lungo

termine. Anche in questo caso, ciò che conta sono le aspettative medie sull'intero orizzonte di scadenza, ancorate al tasso di interesse reale di equilibrio (*terminal rate*), ossia il livello a cui si prevede il tasso di interesse reale si stabilizzerà dopo che gli shock temporanei e le fluttuazioni cicliche si saranno dissipati. **La percezione degli investitori sul tasso di equilibrio si è recentemente abbassata, come conseguenza delle attese di una più bassa produttività dell'economia** e di una crescita economica più moderata. Poiché le aspettative di inflazione a lungo termine sono sostanzialmente fissate all'obiettivo di inflazione della Fed del 2%, **i cambiamenti nel *terminal rate* sono il fattore principale che influenza il livello di equilibrio per il *fed funds rate*.**c) ***un term premium che rimane compresso.*** La terza componente dei rendimenti governativi a lungo termine è il *term premium* ossia il premio richiesto da un "investitore" per investire in un titolo a lungo termine invece che investire ricorsivamente intitolato a breve termine. Tale componente comprende il premio per il rischio di inflazione e tutti gli effetti dei cambiamenti nell'offerta e nella domanda che non sono correlati alle aspettative, come la domanda di obbligazioni governative, il *sentiment* di mercato e possibili errori di prezzo. Il *term premium* è rimasto insolitamente compresso, nettamente inferiore alla media storica, influenzato dall'elevata domanda di titoli governativi generata anche dai programmi di *Quantitative Easing* delle banche centrali. **I verbali dell'ultima riunione del FOMC rilasciati in settimana evidenziano come rischio all'attuale contesto economico il repricing del *term premium* e del prezzo per il rischio di inflazione.** Se le aspettative di inflazione e le percezioni sul *terminal rate* solitamente cambiano gradualmente, un *term premium* estremamente compresso può aumentare improvvisamente, anche solo per effetto di una errata strategia di comunicazione della Fed. Allo stesso tempo **il rischio di inflazione percepito potrebbe rapidamente invertire il suo corso al palesarsi di più marcate spinte inflattive. Ne deriverebbe un aumento improvviso e marcato dei rendimenti dei Treasury e un conseguente repricing degli altri asset il cui prezzo è parzialmente basato su tassi di interesse.** La Fed, consapevole di tale rischio, continuerà ad alzare i tassi in modo estremamente graduale senza sorprendere il mercato, guidando così la normalizzazione della curva dei rendimenti senza eccessivi scossoni per i mercati finanziari.

LA SETTIMANA TRASCORSA

Europa: poche sorprese dai verbali BCE. Indici PMI in solida accelerazione

I verbali della riunione della BCE di ottobre evidenziano ampio accordo all'interno del Consiglio Direttivo sull'estensione delle dimensioni degli acquisti di obbligazioni, ma disaccordi sulla lunghezza del programma e sulla strategia di comunicazione. Alcuni membri hanno suggerito di indicare una data di fine chiara per il piano di acquisto di titoli, mentre altri preferivano eliminare l'ancoraggio del piano alle previsioni di inflazione. Inoltre, alcuni membri del Consiglio direttivo hanno espresso preoccupazione che i mercati potessero aspettarsi un'estensione maggiore del piano del QE, mentre altri temevano che la fine del QE potesse causare un eccessivo inasprimento delle condizioni finanziarie. Nei verbali la BCE chiarisce anche che gli acquisti di corporate bond non saranno ridotti in proporzione al taglio

complessivo che l'intero programma subirà da gennaio. In termini di fondamentali macroeconomici, secondo la BCE i rischi di crescita sono stati orientati al rialzo a breve termine, ma l'andamento dell'inflazione è rimasto modesto e le misure dell'inflazione di fondo sono aumentate solo moderatamente dall'inizio del 2017. Il capo economista Praet ha osservato che le condizioni finanziarie sono rimaste sostanzialmente stabili, la volatilità dei tassi si è parzialmente attenuata e le condizioni di finanziamento per le famiglie e le imprese sono rimaste favorevoli. La BCE ha evidenziato che era importante puntare a un impulso di crescita senza sosta, sottolineando anche che i progressi verso il suo obiettivo di inflazione richiedevano un notevole livello di accomodamento per la politica monetaria. **Le stime preliminari degli indici PMI di novembre registrano una marcata accelerazione.** L'indice PMI manifatturiero dell'Eurozona si è attestato a 60.0 al disopra delle attese pari a 58.3 mentre l'indice relativo ai servizi si è attestato a 56.2 dal precedente 55. **L'indice PMI composito tocca, così, il massimo da settantanove mesi a 57.5 dal precedente (56).** Secondo Markit gli indici PMI stanno segnalando un aumento dello 0.8% in T4 2017. Il dettaglio dei dati nazionali vede l'indice PMI manifatturiero tedesco crescere da 60.6 a 62.5 punti in novembre (attese pari a 60.4) mentre il dato sui servizi si è mostrato poco variato a 54.9 dal precedente 54.7. Il PMI composito si attesta così a 57.6 contro consenso 56.6 e precedente 56.6. **Il settore manifatturiero sta vivendo l'aumento più forte dei volumi di produzione da aprile 2011.** La stima preliminare del PMI manifatturiero francese è arrivato a 57.5 rispetto al consenso di 56.0 e al precedente a 56.1, i servizi toccano quota 60.2 sopra le attese di 57.0 e il precedente di 57.3. L'indice composito si attesta a 60.1 contro consenso 57.2 e precedente 57,4. L'aumento della produzione è stato ampio, con un ulteriore aumento dei nuovi ordini e un aumento delle assunzioni aggiuntive di nuovo personale. La creazione di posti di lavoro tra le imprese del settore privato è al massimo da oltre 16 anni. L'indice IFO è aumentato di 0.7 a 117.5, segnando un ulteriore record al rialzo. L'aumento dell'indice è stato determinato da un aumento della componente aspettative, mentre la valutazione delle condizioni attuali è diminuita leggermente.

Stati Uniti: confermate le attese di un rialzo dei tassi a dicembre dai verbali della riunione del FOMC

I verbali della riunione del FOMC di novembre confermano le attese di un rialzo a dicembre ma evidenziano preoccupazioni per il profilo di inflazione e per i mercati finanziari attualmente a livelli record. **La Fed è preoccupata che alcuni asset siano sopravvalutati e ci possa essere una correzione, con un conseguente improvviso restringimento delle condizioni finanziarie.** In calo il dato sugli ordini dei beni durevoli di ottobre, dopo un aumento del 2.2% a settembre. Quella di ottobre è la prima contrazione negli ultimi 5 mesi ma risulta in parte bilanciata dalla revisione del dato precedente, maggiorato di 2 decimi al 2.2% m/m e conferma la forza della crescita degli ordini nei mesi precedenti.

Asia: settimana povera di dati

In una settimana povera di dati in Giappone il saldo commerciale di ottobre indica un attivo di ¥ 285.4 mld, leggermente inferiore alle aspettative pari a ¥ 330 mld e in netta flessione

rispetto al valore di settembre (¥ 667.7 mld). A novembre l'attività del settore manifatturiero è cresciuta al ritmo più rapido in oltre tre anni, grazie all'accelerazione della produzione, dei nuovi ordini ed dell'export, segnalando la prosecuzione della fase positiva dell'economia. È quanto emerge dal PMI preliminare, salito a 53.8 da 52.8 del mese precedente.