



## Edizione di sabato 23 dicembre 2017

### IMU E TRIBUTI LOCALI

**Per i fabbricati rurali occorre porre attenzione al classamento**

di Fabio Garrini

### CONTENZIOSO

**Revirement della Cassazione sulla produzione di documenti nuovi in appello**

di Angelo Ginex

### IVA

**Deducibilità fiscale dell'IVA non detratta**

di Giulio Benedetti

### CONTABILITÀ

**Farmacie: le novità del decreto concorrenza – I° parte**

di Viviana Grippo

### ACCERTAMENTO

**La nozione di abuso del diritto – II° parte**

di Dottryna

### FINANZA

**La settimana finanziaria**

di Mediobanca S.p.A.

## IMU E TRIBUTI LOCALI

### **Per i fabbricati rurali occorre porre attenzione al classamento**

di **Fabio Garrini**

Con la recente [sentenza n. 25936 del 31 ottobre 2017](#) la Suprema Corte è tornata sul tema della debenza **ICI** in relazione ai fabbricati impiegati in ambito agricolo. Ai fini IMU, il ragionamento è almeno in parte diverso, seppure la conclusione si dimostrerà essere la medesima: il **corretto classamento** catastale è fondamentale per beneficiare dell'esonero dal prelievo comunale.

Come noto, ai fini **IMU**, il [comma 9-bis dell'articolo 13 D.L. 201/2011](#) (introdotto dal D.L. 102/2013) per tali immobili dispone **l'esenzione**; ai fini **TASI** il [comma 678 dell'articolo 1 della L. 147/2013](#) ne prevede l'imponibilità, seppur con l'aliquota ridotta del **1 per mille**.

#### **Il trattamento ai fini ICI**

Come noto, i fabbricati rurali strumentali, individuati dall'[articolo 9, comma 3-bis, del D.L. 557/1993](#), beneficiavano **dell'esonero** dal prelievo ai fini del previgente tributo comunale.

Il tema dibattuto è piuttosto noto: per ottenere tale beneficio è necessario che gli immobili siano classati nella **categoria catastale D/10**, oppure l'elemento rilevante è l'effettiva attività che viene svolta nell'immobile?

La sentenza richiamata si allinea in tutto e per tutto alla celebre [sentenza a Sezioni Unite n. 18565/2009](#) (e a numerose altre che si sono succedute sul tema), bollando come del tutto minoritarie le altre pronunce di segno contrario. La Cassazione afferma infatti che, per riconoscere la sussistenza dello *status* di ruralità, è **necessario possedere uno specifico classamento** in determinate categorie (A/6 e D/10), attribuzione che è conseguente all'esistenza dei requisiti di **ruralità**. La situazione catastale risultava di tal rilievo che, se il contribuente riteneva di avere diritto all'esenzione ICI, doveva contestare il diverso classamento dell'immobile; analogamente, qualora fosse il Comune a non ritenere rurale il fabbricato, non poteva semplicemente accertare il contribuente, ma doveva contestare il classamento dell'immobile in D/10.

#### **Classamento e ruralità ai fini IMU**

Il tema che maggiormente interessa è invece legato al **trattamento ai fini IMU**. Posto che la norma che definisce i fabbricati rurali è la medesima (D.L. 557/1993), ai fini IMU e TASI è **richiesto il classamento in D/10 per i fabbricati rurali strumentali?**

Per quelli **abitativi** non si pongono problemi, posto che essi risultano ordinariamente soggetti al prelievo.

Sul punto il Ministero, nella [circolare 3/DF/2012](#), ha affermato: *“l'IMU colpisce i fabbricati rurali strumentali ricompresi anche nell'elenco di cui all'art. 9, comma 3-bis del D. L. n. 557 del 1993, a prescindere dalla categoria catastale di appartenenza, poiché, come risulta, ad esempio, nel caso di cui alla lett. f) dell'art. 9, comma 3-bis, tra gli immobili strumentali in argomento sono ricompresi anche quelli a destinazione abitativa che comunque non possono rientrare nella categoria D/10 e quelli classati, ad esempio, nelle categorie C/1, C/2, C/6 etc., in ottemperanza alle vigenti norme catastali. Si può, quindi, affermare che, anche nel caso in cui detti immobili siano accatastati in una delle categorie dei gruppi ordinari e non in D/10, si può certamente riconoscerne la strumentalità e conseguentemente l'applicazione del regime di favore ai fini IMU.”*

Questo, almeno in prima battuta, porterebbe a concludere che, a partire dal 2012, **ciò che rileva è l'utilizzo e non il classamento catastale**; tale posizione era giustificata dal fatto che *“ancorché l'art. 7, comma 2-bis del D.L. 13 maggio 2011, n. 70, convertito, con modificazioni, dalla legge 12 luglio 2011, n. 106, avesse stabilito che agli stessi dovesse essere attribuita la categoria D/10, l'abrogazione della citata norma fa venir meno la necessità dell'accatastamento in detta categoria dei fabbricati rurali strumentali che non possiedono i requisiti previsti per la stessa categoria.”*

In tale documento si afferma che [l'articolo 13, comma 14-bis, del D.L. 201/11](#) rinvia ad **apposito decreto** per la fissazione delle modalità per l'inserimento negli atti catastali della sussistenza del requisito di ruralità e questo porta ad affermare che la classificazione dell'immobile nella categoria catastale D/10 **“non è condizione unica per il riconoscimento dell'agevolazione in esame”**.

Tale posizione pare però **approssimativa e non condivisibile** sulla scorta del dettato normativo e va quindi respinta. D'altro canto, anche nel passato l'Agenzia delle Entrate (C.M. 50/E/2000) aveva definito irrilevante la situazione catastale (definendo la rendita solo “inventariale”), poi sappiamo bene come la Cassazione abbia invece del tutto censurato tale opinione.

La questione deve essere valutata considerando il contenuto del **D.M. 26.7.2012** (emanato ai sensi del citato [comma 14-bis dell'articolo 13 D.L. 201/2011](#)) e della [circolare 2/T/2012](#). In base al citato decreto è consentito iscrivere i **fabbricati diversi da quelli censibili nella categoria D/10**, in base alle regole ordinarie, in una delle categorie catastali previste nel quadro generale di qualificazione, a meno che la perdita dei requisiti di ruralità non faccia cambiare la destinazione del bene tanto da richiedere un nuovo classamento. Per tali fabbricati viene apposta una **specifica annotazione**.

Il ragionamento però è diverso per i **fabbricati della categoria D**: anche la [circolare 3/DF/2012](#) esonera dalla variazione catastale gli immobili classificati nelle categorie ordinarie (mentre le categorie D/10 sono definite “speciali”). Nella circolare 2/T/2012 si legge: *“si evidenzia, inoltre, che per gli immobili strumentali all'attività agricola, censiti in una delle categorie del gruppo D,*

diverse dalla D/10, per i quali si richieda l'attribuzione della categoria D/10 in relazione alla sussistenza dei requisiti di ruralità, è possibile utilizzare la procedura Docfa "semplificata" descritta nell'allegato tecnico, unito alla presente circolare." Ossia **se l'immobile è in categoria D diversa da D/10 occorre proporre variazione catastale** e non basta la semplice annotazione della ruralità.

Quindi è del tutto **errato affermare che qualunque categoria catastale dà diritto a fruire dell'esonero** previsto per i fabbricati rurali strumentali; al contrario, è necessario attivarsi per ottenere il classamento in D/10 (se l'immobile è classabile in quella categoria) ovvero richiedere l'apposizione della prescritta annotazione per i fabbricati classificati in categorie catastali diverse.

Riepilogando, occorre quindi concludere:

- per i fabbricati a destinazione **abitativa non serve variare la categoria catastale** (quindi potranno essere A/2, A/3, ecc.) e basta l'apposita annotazione di ruralità negli atti catastali;
- per i fabbricati censiti nelle **categorie ordinarie a destinazione strumentale** non serve variare la categoria catastale (quindi l'ufficio dell'azienda agricola potrà rimanere in A/10 e l'abitazione del dipendente potrà rimanere, ad esempio, in A/3) e basta l'apposita **annotazione di ruralità negli atti catastali**;
- per i **fabbricati strumentali a destinazione speciale** è invece necessario che l'immobile sia censito in **categoria D/10** (quindi la stalla deve essere D/10, mentre se sarà D/1 o D/8 risulterà priva dei requisiti di ruralità, di fatto dovendo scontare l'IMU in misura ordinaria).



*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

---

### ***Revirement della Cassazione sulla produzione di documenti nuovi in appello***

di Angelo Ginex

La Corte di Cassazione, con la recentissima [sentenza del 9 novembre 2017, n. 26522](#), ha mutato il proprio consolidato orientamento circa l'ammissibilità della **produzione di documenti nuovi nel giudizio di appello** (introdotto a seguito di impugnazione della sentenza che decide sulla opposizione a cartella di pagamento relativa a crediti di natura non tributaria), nell'ipotesi in cui tali documenti risultino **indispensabili per dissipare ogni possibile incertezza** circa la ricostruzione fattuale accolta dalla pronuncia giudiziale oggetto di gravame.

La giurisprudenza delle Sezioni Unite, enunciata nella [sentenza del 4 maggio 2017, n. 10790](#), era chiara nell'ammettere un **temperamento** alla preclusione nella produzione di documenti nuovi nel giudizio di secondo grado, qualora il giudice li avesse reputati **necessari per chiarire lo stato di incertezza** sui fatti controversi.

La sentenza in rassegna, invece, si discosta da quanto precedentemente statuito, adducendo **tre argomentazioni** di carattere diverso.

In primo luogo, la Suprema Corte contesta l'applicabilità del principio precedentemente statuito per quanto concerne le **controversie insorte dopo la riformulazione dell'articolo 345 c.p.c.**, avvenuta con **D.L. 83/2012**: partendo dall'assunto che tale giurisprudenza precedente si fondava sulla disciplina ante riforma, la motivazione addotta dalla sentenza si basa sul tenore letterale della norma, la quale ora include solamente la **"causa non imputabile alla parte"** come possibile causa di ammissibilità di documenti nuovi in appello. A ulteriore conferma di tale conclusione soccorre la *ratio* sottesa alla riforma dell'[articolo 345 c.p.c.](#), la quale consiste nel ribadire e rafforzare la natura dell'appello come mera *revisio prioris instantiae* e non come *iudicium novum*.

In secondo luogo, i Giudici di Piazza Cavour sottolineano che, nonostante la produzione di documenti nuovi in appello non risulti lesiva del diritto di difesa *ex articolo 24 Cost.*, occorre rammentare che il legislatore non ha fatto assurgere tale parametro a requisito di ammissibilità della nuova produzione documentale nel giudizio di secondo grado.

L'ultima motivazione adoperata dalla Cassazione riguarda il rapporto tra l'irrigidimento del divieto di prove nuove con la necessità di evitare una scollatura tra la verità materiale e quella processuale. Secondo il ragionamento espresso nella sentenza in analisi, **"la naturale propensione del processo all'accertamento della verità dei fatti va coniugata con il regime delle**

*preclusioni, che numerose operano nel rito civile. Sicché la soppressione dell'ipotesi della "prova indispensabile", quale eccezione al divieto dei nova in appello, si traduce semplicemente nell'accentuazione dell'onere di tempestiva attivazione del convenuto".*

Sulla scorta di tali affermazioni, la Suprema Corte ha enunciato il seguente principio di diritto: nel giudizio di appello, la nuova formulazione dell'**articolo 345 c.p.c.**, pone il **divieto assoluto di ammissione di nuovi mezzi di prova e di produzione di nuovi documenti**, a prescindere che abbiano o meno quel carattere di "indispensabilità", il quale costituiva criterio selettivo nella versione precedente della norma stessa.

Quanto detto finora non trova invece applicazione nell'ambito del processo tributario: l'[articolo 58 D.Lgs. 546/1992](#) contempla specificamente la produzione di documenti nuovi in appello, così risultando nettamente più permissivo rispetto all'**articolo 345 c.p.c.** Tale orientamento è stato recentemente avvalorato anche dalla Corte Costituzionale, con [sentenza del 14 luglio 2017, n. 199](#), nella quale essa afferma che **la facoltà di produrre per la prima volta in appello documenti non integra una violazione del diritto di difesa**, che risulta enunciato e tutelato dall'**articolo 24 Cost..**



*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

---

### **Deducibilità fiscale dell'IVA non detratta**

di Giulio Benedetti

L'[articolo 1 D.L. 50/2017](#) ha ridotto drasticamente il termine per esercitare il diritto alla detrazione dell'IVA sugli acquisti.

In particolare, il nuovo [articolo 19 del D.P.R. 633/1972](#) stabilisce che *“il diritto alla detrazione dell'imposta relativa ai beni e servizi acquistati o importati sorge nel momento in cui l'imposta diviene esigibile ed è esercitato al più tardi con la dichiarazione relativa all'anno in cui il diritto alla detrazione è sorto”*.

Qualora un soggetto si trovi ad aver oltrepassato tale termine, e non abbia la **convenienza ad esercitare le possibili azioni alternative** (tra le quali la dichiarazione integrativa), come dovrà considerare l'imposta non recuperabile in detrazione?

L'IVA non detratta potrà essere sempre considerata un **elemento di costo deducibile fiscalmente?**

Ad oggi **mancano ancora istruzioni o pronunce ufficiali**, ma a tali domande si può trovare risposta nei documenti di prassi emanati dall'Agenzia delle Entrate, in particolare nelle [circolari 6/E/2009 e 25/E/2010](#).

La [circolari 6/E/2009](#) infatti afferma che il contribuente può considerare in deduzione quale costo l'IVA non detratta solo se tale **mancata detrazione non sia dipesa da una sua scelta**. La circolare in esame cita il caso specifico di un soggetto che non aveva richiesto l'emissione della fattura presso alberghi e ristoranti, ma si era limitato a richiedere ricevute fiscali (e contestualmente i soggetti emittenti non erano obbligati all'emissione della fattura): il contribuente quindi, per sua scelta, aveva deciso di non detrarsi l'IVA in questione non richiedendo il rilascio di fattura. In tal caso l'Amministrazione finanziaria ha ritenuto di pronunciare il **diniego** alla deduzione del costo in quanto la mancata detrazione è dipesa da una specifica scelta del contribuente.

Nel caso specifico della suddetta circolare, inoltre, il contribuente si trovava nella casistica di “preferire” la registrazione in contabilità generale, e non nel registro IVA acquisti, delle spese sostenute per alberghi e ristoranti, in quanto la gestione IVA dei documenti avrebbe comportato un **onere amministrativo** non giustificato o non compensabile indirettamente con l'esiguo importo dell'imposta detraibile: l'Amministrazione finanziaria ha ribadito che in tal caso l'imposta non detratta per libera scelta del contribuente non può essere considerata un costo deducibile.

Con la successiva [circolare 25/E/2010](#), però, l'Agenzia delle Entrate ha assunto una interpretazione meno rigida delle norme affermando che l'IVA può essere considerata in deduzione quale costo se il contribuente non ha considerato in detrazione l'IVA non per una sua libera scelta, bensì a seguito di **valutazioni di convenienza economico-gestionali**: ossia nel caso precedentemente descritto, in cui l'onere amministrativo, per la registrazione ai fini IVA, superi il beneficio derivante dall'ammontare dell'IVA detratta. L'Agenzia delle Entrate, ovviamente, ha specificato la necessità che sia rispettato il **principio generale dell'inerenza** del costo all'attività svolta.

Sulla base delle indicazioni espresse dall'Agenzia delle Entrate nei suddetti documenti di prassi, quindi, si può ritenere che il caso della **mancata ricezione** della fattura di acquisto entro i termini utili per poter esercitare la detrazione nella dichiarazione annuale IVA (in scadenza al 30/4/2018 per l'anno 2017) possa sicuramente rientrare nella casistica della **mancata detrazione non dipendente da scelta del contribuente**, e consentire la deduzione fiscale del costo relativo.

Non si giunge alla stessa conclusione, invece, nel caso in cui la mancata registrazione nei termini dipenda esclusivamente da **motivi organizzativi interni** di chi la fattura l'ha ricevuta tempestivamente, anche e soprattutto nel caso in cui la stessa fattura contenga al suo interno la **prova** che sia stata ricevuta entro la scadenza (si pensi alle fatture accompagnatorie alla consegna della merce o, più semplicemente, alle fatture vistate con data di ricezione).

Seminario di specializzazione

## CASI PRATICI DI REVERSE CHARGE E SPLIT PAYMENT

[Scopri le sedi in programmazione >](#)

## CONTABILITÀ

### **Farmacie: le novità del decreto concorrenza – I° parte**

di Viviana Grippo

Con il presente approfondimento diviso in due parti è intenzione dello scrivente fare un *excursus* sulle novità in merito alla gestione delle farmacie, rivoluzionata dal recente ed atteso **decreto concorrenza**.

Il primo cambiamento attiene al fatto che potranno essere titolari di farmacia **anche le società di capitali** nelle forme delle Srl, Spa e Sapa; inoltre, i soci delle società di gestione delle farmacie potranno essere anche non farmacisti, mentre tale titolo dovrà essere rivestito dal **direttore** della stessa che potrà però anche non essere socio.

Un'altra importante novità è costituita dal venir meno del limite delle 4 farmacie gestibili da un **unico soggetto**; è stato invece introdotto un **limite del 20% per regione**.

Consegue alle modifiche il **venir meno delle limitazioni al trasferimento delle quote sociali** che prima si legavano all'esistenza del titolo di farmacista anche nella persona dell'avente causa; quindi, in caso di morte, le quote sociali saranno trasferibili anche a eredi non farmacisti.

Vengono introdotte alcune **incompatibilità del socio**: questi non potrà essere, tra le altre, direttore della farmacia di cui non è socio o titolare di farmacia individuale.

La principale innovazione consiste, però, nel fatto che i cambiamenti tenderanno ad **assimilare** sempre più l'azienda farmacia a qualsiasi altra azienda. Il «**mercato**» potrà entrare nel mondo delle farmacie e «imporrà» i metodi di gestione e valutazione tipici delle aziende. Questo costringerà la farmacia a misurarsi con un approccio sino ad ora parzialmente sconosciuto, soprattutto in tema di valutazione dell'**andamento aziendale**.

Varrà, quindi, la pena pensare anche all'opportunità per alcuni di prevedere **trasformazioni o conferimenti** d'azienda, nel qual caso potranno verificarsi le seguenti fattispecie:

- **conferimento della ditta individuale in società di persone**, con possibilità di valorizzare l'avviamento senza perizia giurata;
- **conferimento della ditta individuale in società di capitali**, con valorizzazione dell'avviamento con perizia di un esperto;
- **conferimento dell'azienda con perizia dalla società di persone alla società di capitali** (la società di persone diventa *holding*);
- **trasformazione** da società di persone a società di capitali, senza possibilità di valutare l'avviamento.

Un assoluto approfondimento meriterà **l'aspetto contributivo**; laddove il socio farmacista sarà ancora soggetto ENPAF occorrerà chiedersi se gli altri soci persone fisiche non farmacisti (lavoratori) dovranno essere iscritti alla gestione commerciali, ed ancora, quali riflessioni andranno effettuate in merito alla posizione contributiva per le società di capitali.

In conclusione ci troviamo di fronte ad un **cambio epocale** tutto da gestire.

Nel prossimo approfondimento affronteremo compiutamente uno degli effetti del cambiamento: **l'applicabilità degli indici di bilancio**.



*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 >](#)

## ACCERTAMENTO

### ***La nozione di abuso del diritto – II° parte***

di Dottryna



**Il Governo con il D.Lgs. 128/2015 (approvato in attuazione della delega contenuta nella Legge 23/2014) ha proceduto alla revisione delle vigenti disposizioni antielusive (ex articolo 37-bis del D.P.R. 600/1973) e con il nuovo articolo 10-bis della L. 212/2000 ha introdotto una clausola generale in materia di abuso del diritto.**

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

Il presente contributo rappresenta la seconda parte di un articolo più ampio nel quale si analizza la nozione di abuso del diritto.

Si configura un «*abuso del diritto*» al verificarsi dei seguenti **tre presupposti**:

1. **l'assenza di sostanza economica** delle operazioni poste in essere;
2. la realizzazione di un **vantaggio fiscale indebito**;
3. la circostanza che detto vantaggio sia **l'effetto essenziale dell'operazione**.

Nell'articolo di ieri è stata approfondita la nozione dell'assenza di sostanza economica. Nel prosegue, invece, verranno affrontati gli **altri due presupposti**.

#### **Indebito vantaggio fiscale**

Con la locuzione «**vantaggi fiscali indebiti**» il legislatore ha inteso fare riferimento [[comma 2, lettera b\) dell'articolo 10 bis](#)] ai “*benefici, anche non immediati, realizzati in contrasto con le finalità delle norme fiscali o con i principi dell'ordinamento tributario*”. Trattasi, pertanto, di benefici (immediati o differiti nel tempo), **non voluti dal legislatore** poiché contrari alla *ratio* della norma tributaria e a quella dell'istituto di cui si invoca l'applicazione ([sentenza Corte di Giustizia CE del 21 febbraio 2006, causa C-255/02](#), meglio nota come «*sentenza Halifax*»), nonché ai principi dell'ordinamento (relazione illustrativa al D.Lgs. 128/2015) e che probabilmente non sarebbero stati riconosciuti qualora fossero stati presi in considerazione e

regolamentati in modo espresso.

Il contrasto del vantaggio fiscale dell'operazione con le norme e i principi dell'ordinamento tributario deve essere valutato sulla base delle norme **vigenti al momento della realizzazione dell'operazione medesima**, fatta salva l'ipotesi di applicazione di successive norme interpretative.

Perché le disposizioni di cui all'[\*\*articolo 10-bis\*\*](#) trovino applicazione è necessario che l'indebito beneficio sia stato «**effettivamente realizzato**»; non rileva, pertanto, la semplice **potenziale elusività** dell'operazione posta in essere.

### **Prevalenza dei vantaggi fiscali rispetto ad altri fini**

Perché si realizzi abuso del diritto, è necessario che i vantaggi fiscali indebiti che si realizzano per effetto dell'operazione priva di sostanza economica siano «**fondamentali**» rispetto a tutti gli altri fini perseguiti dal contribuente.

Il perseguitamento dell'indebito vantaggio fiscale deve, pertanto, essere **lo scopo essenziale** della condotta posta in essere.

L'essenzialità del risparmio di imposta è desumibile dalle disposizioni di cui al [\*\*comma 3 dell'articolo 10 bis\*\*](#), che considerano in ogni caso “*non abusive (...) le operazioni giustificate da valide ragioni extra fiscali, non marginali, anche di ordine organizzativo o gestionale, che rispondono a finalità di miglioramento strutturale o funzionale dell'impresa ovvero dell'attività professionale del contribuente*”.

Le motivazioni addotte a supporto della non marginalità delle ragioni extrafiscali perseguitate dal contribuente devono comunque essere contestualizzate rispetto alla specifica situazione di partenza dello stesso e, sotto il profilo temporale, devono basarsi sugli **elementi obiettivi a disposizione al momento del compimento della scelta**, anche se tali elementi dovessero essere smentiti a posteriori da ulteriori elementi sopravvenuti.

Le motivazioni extrafiscali devono ritenersi «**non marginali**» qualora il contribuente provi che l'operazione **non sarebbe stata posta in essere in loro assenza**.

Sulla non marginalità degli effetti extra fiscali realizzati dall'operazione, la giurisprudenza ([\*\*sentenza della Corte di Cassazione del 9 agosto 2016, n. 16675\*\*](#)) ha peraltro osservato come il comportamento abusivo debba essere individuato in “*quell'operazione economica che – tenuto conto sia della volontà delle parti implicate, sia del contesto fattuale e giuridico – ponga quale elemento predominante e assorbente della transazione lo scopo di ottenere vantaggi fiscali, con la conseguenza che il divieto di comportamenti abusivi non vale se quelle operazioni possano spiegarsi altrimenti che con il mero conseguimento di risparmi d'imposta*”.

Sul punto la circolare **Assonime** n. 21/2016 (par. 2.7) ha, peraltro, osservato come le

motivazioni di natura «economico/gestionale» possano essere ritenute non marginali laddove siano state *“determinanti nell’orientare il contribuente a compiere l’operazione che, in effetti, ha attuato”*.



*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 Mediobanca S.p.A.



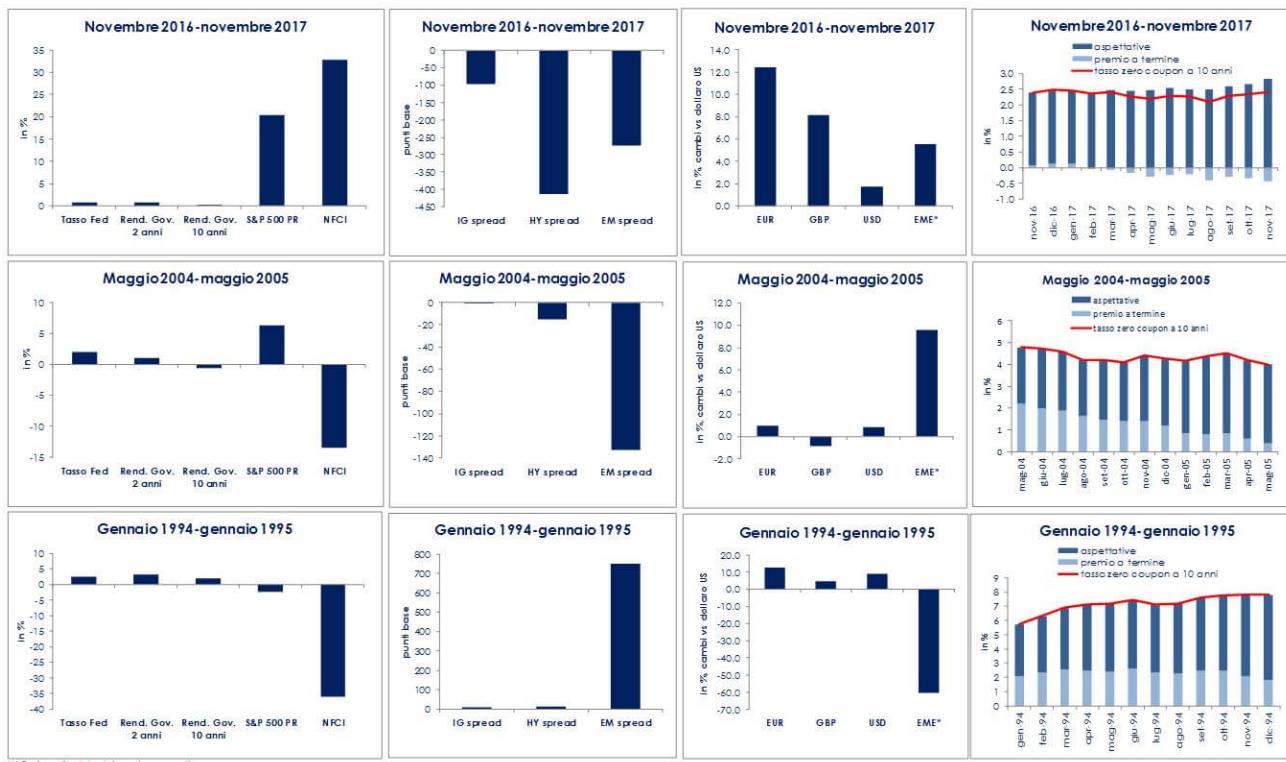
# MEDIOBANCA

#### IL PUNTO DELLA SETTIMANA: un nuovo *conundrum* sui tassi americani?

- I rialzi del *fed fund rate* nel 2017 non hanno avuto effetti evidenti né su fiducia dei consumatori e ripresa economica né tanto meno sulle condizioni finanziarie statunitensi
- L'aspetto che maggiormente differenzia l'attuale fase di mercato dai precedenti episodi di inasprimento monetario è la riduzione del *term premium* e del premio atteso dagli investitori per il rischio di inflazione
- Il livelli ridotti di *inflation premium* e *term premium* rappresentano un rischio per lo scenario 2018

Nel 2017 la Fed ha alzato l'intervallo target per il tasso sui *federal fund* tre volte, inoltre da ottobre ha iniziato a ridimensionare il proprio bilancio di \$4.500 miliardi, senza evidenti effetti né su fiducia dei consumatori e ripresa economica né tanto meno sulle condizioni finanziarie, rimaste estremamente accomodanti. Il *National Financial Condition Index* (NFCI) della Fed di Chicago ha registrato una tendenza al ribasso fino a un minimo da 24 anni, mentre la struttura a termine dei rendimenti governativi si è appiattita: i rendimenti dei titoli del tesoro statunitense a due anni sono saliti di oltre 60 pb da dicembre 2016, mentre il rendimento del decennale è rimasto pressoché invariato. **Questo comportamento contrasta con i precedenti cicli di inasprimento monetario** (“mag. 2004-mag. 2005”, “gen. 1994-gen.1995”). Nel 1994 gli interventi della Fed avevano provocato un netto aumento dei rendimenti a lungo termine, modeste perdite sul mercato azionario, un ampliamento degli spread creditizi e sovrani dei paesi emergenti e una corrispondente impennata dell’NFCI, a indicazione di un significativo inasprimento delle condizioni finanziarie. Nel 2004, invece, dopo il rialzo dell’intervallo target per il tasso sui *federal fund* i rendimenti governativi a 10 anni non erano aumentati e gli spread

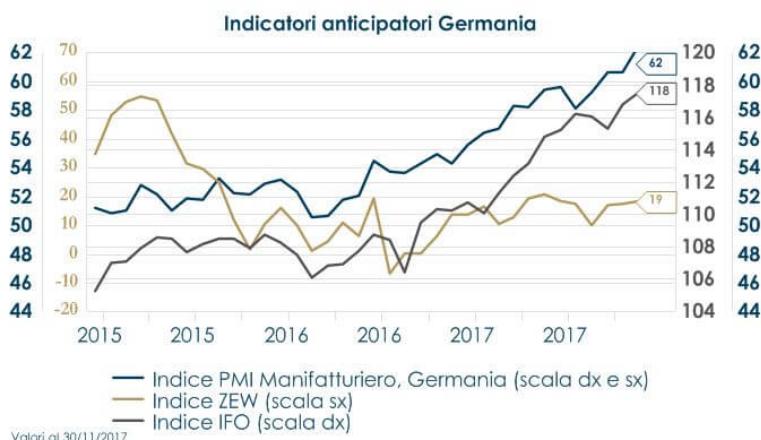
creditizi erano diminuiti – tanto da far parlare l'allora presidente della Fed, Alan Greenspan, di un *conundrum* sui rendimenti dei titoli obbligazionari – allora però il livello generale dell'NFCI aveva evidenziato un modesto inasprimento, cosa che invece si osserva in questi mesi. **L'aspetto che maggiormente differenzia l'attuale fase di mercato dai precedenti episodi di inasprimento è la riduzione del *term premium*.** La scomposizione dei rendimenti dei titoli del tesoro statunitense a 10 anni in due componenti, una di aspettative sui tassi futuri e una costituita dal premio a termine, indica che un calo marcato del *term premium* sta più che compensando la revisione al rialzo delle aspettative sul futuro andamento dei tassi di interesse a breve termine. **Alla base della riduzione del *term premium* vi è l'elevata dimensione dei bilanci delle banche centrali, dovuta ai loro acquisti su larga scala di titoli di stato. Anche la riduzione dell'*inflation premium* ha contribuito a comprimere il rendimento del decennale.** 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. Conseguentemente, anche a fronte di aspettative di inflazione a lungo termine stabili, in un contesto di modesta inflazione realizzata gli **investitori hanno iniziato a chiedere un più basso premio per il rischio di inflazione futura. Questo comportamento singolare rappresenta un rischio per lo scenario 2018.** Un eventuale aumento delle aspettative di inflazione negli Stati Uniti e il *repricing* del *term premium* potrebbe generare un inaspettato e repentino inasprimento delle condizioni finanziarie, uno *steepening* della struttura a termine e, conseguentemente, perdite moderate nei mercati azionari e un ampliamento degli spread creditizi.



\*) Partire di valute dei paesi emergenti

## LA SETTIMANA TRASCORSA

**Europa: continua il flusso di dati macroeconomici positivi, ma si intensifica l'incertezza politica**



**In Germania l'indice di fiducia IFO per le imprese relativo al mese di dicembre ha registrato una marginale correzione da 117.6 a 117.2 portandosi al di sotto delle aspettative (117.5). Nel complesso il sondaggio rimane in prossimità dei massimi storici per la serie e appare coerente con un'espansione robusta. Il dettaglio delle componenti registra un rallentamento inatteso per la valutazione delle aspettative a 6 mesi, passate da 111.0 a 109.5, mentre il dato relativo alla situazione corrente**

accelera da 124,5 a 125,4. Le aspettative a 6 mesi, sono passate da 111,0 a 109,5, mentre il dato relativo alla situazione corrente accelera da 124,5 a 125,4. Nelle elezioni in Catalogna **i tre partiti separatisti si sono aggiudicati 70 seggi complessivamente, due in più dei 68 necessari per ottenere la maggioranza** nell'assemblea di 135 posti. Tuttavia, da un lato il partito anti-indipendenza Ciudadanos ha raggiunto il più elevato numero di seggi (35) come partito singolo, dall'altro i partiti separatisti prima delle elezioni non hanno concordato un fronte comune e parte di loro esclude una spinta imminente per l'indipendenza. Invece, **sembra più probabile che la Catalogna richiederà maggiore autonomia** ed è stato riferito che il governo nazionale ha preso in considerazione l'idea di concedere alla Catalogna più libertà sulle questioni fiscali. Ciò potrebbe risultare in qualcosa di simile al sistema dei Paesi Baschi, dove il governo regionale imposta le proprie politiche fiscali e mantiene la maggior parte delle sue entrate, pur versando un trasferimento al Governo Centrale per pagare le politiche nazionali, come la difesa.

### **America: la riforma fiscale approvata attende la firma del Presidente**

A novembre **le vendite di case esistenti sono aumentate del 5,6%, a un ritmo annualizzato di 5,81 milioni di unità vendute**, superando le aspettative di 5,54 milioni. **Questo dato è il migliore da dicembre 2006**, evidenziando così un mercato immobiliare sempre più stretto, dato che l'offerta è scesa a 3,4 mesi ai tassi di vendita attuali a novembre, in calo da 3,9 mesi ad ottobre e 4,0 mesi un anno fa. Il prezzo della casa mediana di novembre pari a \$ 248K è superiore del 5,8% rispetto al livello di novembre 2016. Questo è stato il 69° mese consecutivo di guadagni su base annuale. **Il Senato ha approvato la legge fiscale con una votazione 54-48, senza il sostegno democratico come era previsto**. Anche la Camera ha rivotato per approvare il disegno della riforma fiscale GOP con un margine 224-201. Il presidente Trump dovrebbe firmare il disegno di legge questa settimana, anche se potrebbe slittare ai primi giorni di gennaio. Aspettando fino a gennaio per firmare la legge fiscale, secondo gli esperti del budget, i tagli saranno ritardati fino al 2019. **La stima finale del PIL statunitense per T3 ha incorporato una marginale revisione al ribasso rispetto al dato precedente, da 3,3% a 3,2% t/t annualizzato**. La crescita si conferma così solo di poco superiore a quella del trimestre precedente (3,1% t/t) e al di sopra del livello potenziale.

### **Asia: la BoJ ha lasciato la politica monetaria invariata**

Nella riunione di dicembre, come atteso, **la BoJ ha mantenuto invariata (8-1 voti) la politica di controllo della curva dei rendimenti**, lasciando i tassi a breve termine a -0,1% e i tassi a lungo termine intorno allo 0%. I membri del consiglio hanno votato all'unanimità per mantenere invariati gli altri acquisti di attività. Sono state apportate modifiche minori alla valutazione economica senza modificare la dichiarazione principale, con cui evidenzia che l'economia si sta espandendo moderatamente. Il membro del consiglio Goshi Kataoka ha nuovamente dissentito, affermando che tenendo conto dei fattori di rischio come l'aumento dell'imposta sui consumi e una possibile recessione economica negli Stati Uniti, bisognerebbe raggiungere la stabilità dei prezzi nel 2018 acquistando JGB in modo da ridurre ulteriormente i rendimenti dei titoli governativi con scadenze di 10 anni e oltre. **Il governo giapponese ha approvato il**

**piano di bilancio e fiscale, senza introdurre modifiche sostanziali rispetto alle versioni precedenti delle bozze riportate sulla stampa. In Cina la dichiarazione della Conferenza sul lavoro economico centrale, pubblicata mercoledì, non ha riservato particolari sorprese.** In generale, si è ribadito l'impegno ad attuare una politica fiscale proattiva e una politica monetaria prudente, migliorando nel contempo il coordinamento delle politiche economiche e mantenendo prestazioni economiche ragionevoli, ribadendo l'impegno a continuare a ridurre la leva finanziaria. La dichiarazione sottolinea, invece, l'attenzione sulla prevenzione dei rischi finanziari (attraverso la repressione delle attività illegali e una maggiore vigilanza) e sulle riforme dal lato dell'offerta, oltre alla povertà e alla riduzione dell'inquinamento. Impegno reiterato per eliminare l'eccesso di capacità produttiva. Anche la liberalizzazione del mercato è stata al centro dell'attenzione, proponendo nuove leggi in materia di investimenti esteri e la protezione della proprietà intellettuale. Sul commercio, l'obiettivo è quello di migliorare le esportazioni a valore aggiunto mentre si espandono attivamente le importazioni e si riducono le tariffe di importazione su alcuni prodotti.

## 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 >](#)