

## Edizione di sabato 19 maggio 2018

### DIRITTO SOCIETARIO

**Le quote di una s.r.l. sono acquistabili per usucapione?**

di Alessandro Biasioli

### ACCERTAMENTO

**No alla liquidazione automatica su questioni interpretative**

di Angelo Ginex

### AGEVOLAZIONI

**Riqualificazione energetica e cessione del credito: nuovi chiarimenti**

di Lucia Recchioni

### DIRITTO SOCIETARIO

**Farmacie: i chiarimenti del Notariato**

di Viviana Grippo

### CONTENZIOSO

**La notifica con modalità telematiche**

di EVOLUTION

### FINANZA

**La settimana finanziaria**

di Mediobanca S.p.A.

## DIRITTO SOCIETARIO

### **Le quote di una s.r.l. sono acquistabili per usucapione?**

di Alessandro Biasioli

La possibilità di acquisire per **usucapione**, ai sensi dell'[articolo 1161 cod. civ.](#), il **diritto di proprietà** di una quota di una s.r.l. impone, in primo luogo, di esaminare la questione relativa alla **natura giuridica** della medesima partecipazione.

L'**orientamento prevalente** attribuisce alla **quota di partecipazione di una s.r.l.** la qualità di **bene mobile**. La quota nella società a responsabilità limitata, non incorporata in un'azione e quindi in un documento avente natura di cosa materiale, è **bene immateriale**, che deve essere equiparato, sulla base dell'[articolo 812, ultimo comma, cod. civ.](#), ai **beni mobili materiali**. Tale equiparazione è giustificata dal fatto che l'[articolo 812 cod. civ.](#) (sulla distinzione dei beni mobili e immobili) indica, nei primi due commi, quali sono i beni immobili che sono, per loro natura, beni materiali, mentre nel terzo comma dispone che “*sono mobili tutti gli altri beni*”. Pertanto, sono considerati **mobili** sia i **beni materiali aventi valore mobiliare** sia i **beni immateriali**, tra i quali va ricompresa la **partecipazione in s.r.l.**

Ne deriva che, in via generale, **le disposizioni concernenti i beni mobili materiali si applicano anche ai beni immateriali** (tra i quali è ricompresa la quota nella società a responsabilità limitata) con ciò riferendosi soprattutto all'[articolo 813 cod. civ.](#), il quale statuisce che “*salvo che dalla legge risulti diversamente (...) le disposizioni concernenti i beni mobili si applicano a tutti gli altri diritti*”

La **quota di partecipazione in s.r.l.**, pur **non** configurandosi come **bene materiale** (al pari dell'azione), ha un valore patrimoniale oggettivo, costituito dalla frazione del patrimonio che rappresenta, e si configura come **oggetto unitario di diritti**, oltre che di **obblighi**. Secondo, infatti, il principio di patrimonialità è possibile qualificare come beni in senso giuridico tutte le entità che abbiano la qualità di risorsa economica e che assumano un valore di scambio in quanto **oggettivamente suscettibili di essere scambiate**.

Basandosi proprio su questa specifica connotazione della quota di partecipazione di una s.r.l. quale **bene mobile immateriale**, il **Tribunale di Milano**, nella [sentenza n. 3398/2015](#), ha ritenuto fondata la domanda di accertamento dell'avvenuto **acquisto della quota di partecipazione per usucapione, ai sensi dell'articolo 1161 cod. civ.**; in tal senso, precedentemente, si era espressa la giurisprudenza costante, precisando che le “*quote sociali, sia delle società di capitali che delle società di persone, costituiscono posizioni contrattuali obiettivate, suscettibili, come tali, di essere negoziate in quanto dotate di un autonomo valore di scambio che consente di qualificarle come beni giuridici*” (Cass., n. 7409/1986; n. 697/1997; n. 934/1997; n. 5494/1999; n. 6957/2000).

Non vi sono poi ostacoli ad annoverare anche le quote sociali tra i beni che possono essere oggetto di **espropriazione forzata** ([articolo 2910 cod. civ.](#), in relazione all'[articolo 2740 cod. civ.](#)) e di misure cautelari dirette a salvaguardare la garanzia patrimoniale del debitore ([articolo 2905 cod. civ.](#)).

In tale ottica, appare dunque pienamente applicabile anche alle partecipazioni societarie la regola di cui all'[articolo 1161 cod. civ.](#), secondo la quale **la proprietà dei beni mobili si acquista in virtù del possesso continuato per dieci anni, qualora il possesso sia stato acquistato in buona fede.**

Nella suddetta sentenza si evidenzia che la parte aveva **esercitato i diritti insiti nella qualità di socio per oltre 10 anni** e la circostanza del **durevole esercizio del diritto di socio** si evince dal riconoscimento contenuto nella **diffida stragiudiziale** inviata dall'altro socio in cui si legge che il **diritto di voto** era stato esercitato per una quota superiore a quella spettante. Pertanto, erano stati compiuti *"atti conformi alla qualità ed alla destinazione del bene tali da rivelare sullo stesso, anche esternamente, una indiscussa e piena signoria, in contrapposizione all'inerzia del titolare"*.

Nella sentenza si precisa poi che *"quanto alla buona fede, essa deve essere presunta ex articolo 1147 cod. civ."* poiché non emerge agli atti che i soggetti che agivano per conto del socio abbiano avuto contezza dell'esercizio del diritto di opzione da parte dell'altro socio e non risulta neppure dimostrato che il socio, ritenutosi danneggiato, abbia mai reclamato l'attribuzione della quota nella percentuale da lui ritenuta corretta.

In aggiunta si evidenzia che, in ogni caso, la **rivendicazione verbale o stragiudiziale** sarebbe stata comunque priva di effetto perché il **possesso ad usucapione** è interrotto solamente dall'**attività giudiziale del proprietario diretta ad ottenere il recupero del possesso e la sua privazione da parte del possessore usucapente**.



Direzione Scientifica: Sergio Pellegrino, Giovanni Valcarenghi e Paolo Meneghetti

## ACCERTAMENTO

---

### **No alla liquidazione automatica su questioni interpretative**

di Angelo Ginex

In tema di accertamento, qualora risulti necessaria un'indagine interpretativa della documentazione allegata, oppure una valutazione giuridica delle norme interessate, non può trovare applicazione la liquidazione automatica, occorrendo invece un atto di accertamento esplicitamente motivato, il quale soltanto è idoneo a rendere edotto il contribuente del percorso logico giuridico adottato dall'Amministrazione finanziaria nella diversa determinazione dell'imponibile, condizione indispensabile per permettergli di difendersi adeguatamente. Questo è il principio di diritto ribadito dalla Corte di Cassazione con [ordinanza 27 aprile 2018, n. 10204](#).

Nel caso in esame, l'Agenzia delle entrate ricorreva alla procedura di liquidazione automatica di cui all'[articolo 36-bis D.P.R. 600/1973](#), rideterminando al 33% l'aliquota da applicare ai redditi delle società controllate dalla contribuente e residenti in paesi a fiscalità agevolata, ai sensi dell'[articolo 77 D.P.R. 917/1986](#) e non secondo quanto disposto dall'[articolo 167 D.P.R. 917/1986](#), ritenuto dall'Ufficio non applicabile alla fattispecie concreta sottoposta al suo controllo.

Dopo aver perso sia il giudizio di primo grado che quello d'appello, l'Agenzia delle entrate proponeva **ricorso in Cassazione, lamentando la violazione e falsa applicazione dell'[articolo 36-bis](#) citato** da parte della Commissione tributaria regionale della Lombardia. In particolare, secondo la tesi propugnata dalla ricorrente, **la rideterminazione dell'aliquota era stata erroneamente ricompresa nell'alveo delle questioni di carattere interpretativo**, per le quali non è possibile adottare la procedura di liquidazione automatica, consistendo invece in un mero **calcolo di tipo aritmetico**.

Dall'altro lato, invece, la resistente affermava la **natura squisitamente esegetica della fattispecie**: l'applicazione di una delle due aliquote, previste dalla legge, deriva necessariamente dall'interpretazione delle norme interessate.

Il Supremo Consesso di legittimità ha rigettato il ricorso, fornendo una chiara ed esaustiva illustrazione dei **presupposti applicativi della liquidazione automatica**.

In prima istanza, la Corte ha ricordato come l'Amministrazione finanziaria possa effettuare la liquidazione automatica di cui all'[articolo 36-bis](#) citato soltanto quando l'errore sia rilevabile *ictu oculi* a seguito di mero riscontro cartolare delle dichiarazioni presentate, nelle ipotesi eccezionali e tassativamente indicate dalla legge, vertenti su **errori materiali e di calcolo**, non abbisognevoli di alcuna istruttoria ed emendabili anche a vantaggio del contribuente.

Detto in altri termini, la suddetta procedura deve basarsi esclusivamente sui dati e sugli elementi direttamente desumibili dalle dichiarazioni presentate dal contribuente e dall'**Anagrafe tributaria**, consistendo in una mera correzione degli **errori materiali e di calcolo** commessi dal soggetto accertato in relazione alla determinazione degli imponibili, delle imposte, dei contributi e dei premi.

Successivamente, in conformità al prevalente indirizzo della giurisprudenza di legittimità, la Corte di Cassazione ha negato la possibilità di effettuare tale tipologia di controllo nelle ipotesi in cui risulti necessario risolvere prodromicamente delle **questioni giuridiche** o esaminare degli **atti diversi dalla dichiarazione**, dato il carattere eminentemente cartolare della procedura in analisi (cfr., *ex multis Cass., sentenze nn. 21349/2012 e 3119/2000*).

Appare chiaro, infatti, il **carattere antitetico esistente fra la risoluzione di problematiche interpretative e la correzione di errori materiali o di calcolo**, essendo la prima, a differenza della seconda, un'attività che involge necessariamente l'intervento dell'uomo, la quale non può essere svolta in via "meccanica" e meramente matematica.

La motivazione che è alla base di tale principio consiste nella **necessità di rendere edotto il contribuente del processo logico giuridico adottato dall'Amministrazione finanziaria nella diversa determinazione dell'imponibile, al fine di permettergli di difendersi adeguatamente**. Mentre nell'ipotesi della liquidazione automatica, atteso che il controllo si basa solamente sui dati forniti dal contribuente, non appare necessaria un'ulteriore motivazione.

Venendo al caso di specie, i Giudici di Piazza Cavour hanno quindi **escluso la possibilità di far rientrare nel novero applicativo della liquidazione automatica l'individuazione dell'aliquota applicabile ai redditi prodotti da imprese estere controllate e localizzate in paesi a fiscalità privilegiata**, poiché **essa presuppone una complessa analisi della normativa tributaria**, attività non sussumibile fra quelle aventi natura esclusivamente **matematica**.

In definitiva, la procedura utilizzata non ha consentito al soggetto accertato di avere contezza delle **motivazioni** che hanno spinto l'Agenzia delle entrate a rideterminare l'imposta dovuta, e pertanto la Suprema Corte ha **rigettato il ricorso** da quest'ultima proposto.

Seminario di specializzazione

## LA COMPILAZIONE DEL QUADRO RW 2018

[Scopri le sedi in programmazione >](#)

## AGEVOLAZIONI

---

### **Riqualificazione energetica e cessione del credito: nuovi chiarimenti**

di Lucia Recchioni

In considerazione delle **novità** introdotte dalla **Legge di Bilancio 2018 (L. 205/2017)**, con la [circolare 11/E/2018](#) l'Agenzia delle entrate ha fornito nuovi chiarimenti in materia di **cessione del credito** corrispondente alla **detrazione** spettante per le spese sostenute per **interventi di riqualificazione energetica** effettuati su edifici esistenti; un **provvedimento**, di imminente pubblicazione, detterà invece le **modalità operative** della cessione del credito da rispettare a decorrere dal **2018**.

Volendo ripercorrere brevemente gli **interventi normativi** che hanno interessato la materia, giova ricordare che l'[articolo 1, comma 74, lett. a\), L. 208/2015](#) aveva originariamente introdotto la possibilità, per i soggetti rientranti nella cd. **no tax area**, di **cedere**, ai **fornitori** che avevano effettuato i lavori, il **credito** corrispondente alla detrazione spettante per le spese sostenute per gli **interventi di riqualificazione energetica di parti comuni degli edifici condominiali**.

La possibilità di **cedere il credito** è stata poi oggetto di successive **modifiche normative**, soprattutto con riferimento:

- agli **interventi di riqualificazione energetica di parti comuni degli edifici condominiali** riguardanti l'involucro dell'edificio con un'**incidenza superiore al 25%** della superficie disperdente lorda dell'edificio medesimo,
- nonché a quelli finalizzati a migliorare la **prestazione energetica** invernale ed estiva e che conseguono almeno la qualità media di cui al decreto del Ministro dello sviluppo economico.

Più precisamente, la **L. 232/2016** ha previsto la possibilità, per i **condòmini**, di cedere il credito corrispondente alla detrazione (pari, rispettivamente, al 70 o al 75% delle spese sostenute) ai **fornitori** che hanno effettuato gli interventi ovvero ad **altri soggetti privati** (ad esclusione degli **istituti di credito** e degli **intermediari finanziari**), con facoltà di **successiva cessione del credito**.

Il **D.L. 50/2017** è poi intervenuto nuovamente, prevedendo, anche per i soggetti che ricadono nella **no tax area** e che hanno effettuato interventi di riqualificazione energetica di **parti comuni degli edifici condominiali**, la possibilità di cedere il credito, oltre che ai **fornitori** che hanno effettuato i lavori anche ad **altri soggetti privati**.

È stata inoltre prevista la possibilità, per i soggetti che si trovano nella **no tax area**, di **cedere la detrazione anche ad istituti di credito e ad intermediari finanziari**.

Sul tema è però intervenuta, da ultimo, la **Legge di Bilancio 2018** la quale ha esteso, a decorrere dal 1° gennaio 2018, la possibilità di **cedere anche il credito** corrispondente alla **detrazione** spettante per interventi effettuati sulle **singole unità immobiliari**.

È stata tuttavia confermata un'**importante distinzione**:

- **tutti i soggetti** (compresi i **soggetti Ires**) possono cedere il credito ai **fornitori** che hanno effettuato gli interventi nonché ad altri **soggetti privati**, con esclusione delle banche e degli intermediari finanziari;
- soltanto i contribuenti che ricadono nella c.d. **no tax area** possono cedere il credito anche alle **banche** e agli intermediari finanziari.

In considerazione di quanto appena esposto, estrema rilevanza assume quindi la corretta individuazione dei soggetti che possono essere qualificati come **istituti di credito** e **intermediari finanziari**.

Mancando un espresso richiamo alla normativa di settore, con la **circolare** in esame si ritiene che tale preclusione riguardi **non solo** gli istituti di credito e gli intermediari **autorizzati dalla Banca d'Italia** all'esercizio dell'attività di concessione di finanziamenti e iscritti nell'albo previsto dall'**articolo 106 Tub**, ma anche tutte le **società** classificabili, ai fini dei conti nazionali, nel settore delle **società finanziarie**, i cui **crediti** nei confronti dello Stato inciderebbero sull'**indebitamento netto** e sul **debito pubblico** per l'importo del credito ceduto.

I **crediti**, pertanto, **non potranno essere originariamente ceduti**, né potranno essere **successivamente ceduti dal primo cessionario**, ad **esempio**: ai **Confidi** con volumi di attività pari o superiori ai 150 milioni di euro, alle **società fiduciarie**, ai **servicer delle operazioni di cartolarizzazione**, alle **società di cartolarizzazione**.

I crediti potranno essere invece **ceduti ad organismi associativi**, compresi i consorzi e le società consortili, anche se **partecipati** da soggetti rientranti nel novero delle **società finanziarie**, qualora questi ultimi detengano una quota di **partecipazione non maggioritaria** o, più in generale, non esercitino un **controllo di diritto o di fatto** sull'ente partecipato o collegato.

Oltre a quanto appena esposto, la **circolare** ha poi fornito due ulteriori importanti **chiarimenti**:

1. **la cessione del credito è limitata a una sola eventuale cessione successiva a quella originaria**;
2. per **“altri soggetti privati”** ai quali può essere ceduto il credito devono intendersi quelli diversi dai fornitori, ma comunque **collegati al rapporto che ha dato origine alla detrazione**.

Se così non fosse, d'altra parte, la cessione del credito sarebbe **illimitata** e potrebbe avere quale immediata conseguenza l'**assimilazione**, di fatto, di tali **detrazioni a strumenti finanziari negoziabili**, con il rischio di una riclassificazione degli stessi e conseguenti **impatti negativi sui saldi di finanza pubblica**.

Per approfondire questioni attinenti all'articolo vi raccomandiamo il seguente corso:

Convegno di aggiornamento

## DICHIARAZIONE DEI REDDITI 2018

[Scopri le sedi in programmazione >](#)

## DIRITTO SOCIETARIO

### **Farmacie: i chiarimenti del Notariato**

di Viviana Grippo

Sono già state affrontate, con alcuni precedenti interventi, le numerose **novità** in tema di **gestione delle farmacie** apportate dalla **L. 148/2017**, c.d. “**legge sulla concorrenza**” ([“Farmacie: le novità del decreto concorrenza – I° parte”](#) e [“Farmacie e indici di bilancio – II° parte”](#))

La principale di esse è sicuramente rappresentata dal **venire meno** del **limite** all'esercizio dell'attività da parte delle **società di capitali** che caratterizzava la normativa preesistente.

Le modifiche introdotte dalla **legge sulla concorrenza**, sono poi state oggetto di approfondimento ad opera del **Consiglio di Stato**, il quale è intervenuto in merito alle disposizioni sulla compatibilità dei soci nell'acquisire partecipazioni di gestione nelle farmacie.

Le critiche mosse al parere del Consiglio di Stato da più vie hanno, probabilmente, suggerito un intervento del **Notariato (studio n. 75/2018)** che non ha lesinato a sua volta **commenti negativi**, sottolineando che, attenendosi in maniera rigorosa a quanto il Consiglio di Stato ha stabilito in materia di incompatibilità, **nessuna persona fisica potrebbe partecipare alla gestione delle farmacie**, a meno che nulla facente.

Il Notariato si spinge poi oltre, avanzando quasi l'idea che le parole del Consiglio di Stato rappresentino una sorta di **abrogazione implicita** del disposto della legge sulla concorrenza.

**Secondo il Notariato**, in conclusione, l'**incompatibilità** dovrebbe agire solo con riferimento ai **farmacisti soci e/o direttori** in virtù del disposto dell'[articolo 8, comma 3, L. 362/1991](#) con conseguente possibilità, per il dipendente pubblico o privato, di detenere partecipazioni in società di gestione delle farmacie.

Fatta questa introduzione si **riepiloga lo stato dell'arte**.

#### **FARMACIE**

potranno essere gestite da persone fisiche ma anche da società di capitali (srl – spa – sapa) anche non farmacisti non deve essere necessariamente un socio, basta che abbia il titolo di farmacista non c'è più il limite delle 4 farmacie (introdotto invece il limite del 20% per regione) rimane l'obbligo della esclusività dell'oggetto

#### **SOCI DELLE SOCIETA'**

#### **DIRETTORE DELLA FARMACIA**

#### **NUMERO DI FARMACIE GESTITE DA SOCIETÀ**

#### **OGGETTO ESCLUSIVO**

sociale

**OBBLIGO COMUNICAZIONE COMPAGINE SOCIALE**

entro 60gg: comunicazione all'Ordine e alla Asl competente

**TRASFERIMENTO QUOTE SOCIALI**

non ci sono limitazioni al trasferimento delle quote sociali

**TRASFERIMENTO PER MORTE**

le quote sociali sono trasferibili anche a eredi non farmacisti

**INCOMPATIBILITÀ SOCIO PERSONA FISICA DI SOCIETÀ TITOLARE (alcune)**

- essere direttore/collaboratore di farmacia del quale non è socio
- essere titolare di farmacia individuale
- avere un qualsiasi rapporto di lavoro pubblico o privato
- svolgere attività nel settore della produzione e informazione scientifica del farmaco,
- esercitare l'attività medica

**UNA SOCIETÀ PUÒ ESSERE SOCIA DI ALTRAsì, salvo incompatibilità su produzione e SOCIETÀ CHE È TITOLARE DI ALTRA FARMACIA? informazione farmaco**

Seminario di specializzazione

**LA GESTIONE FISCALE E AMMINISTRATIVA DEI B&B E LA NUOVA DISCIPLINA DELLE LOCAZIONI TURISTICHE BREVI**

[Scopri le sedi in programmazione >](#)

## CONTENZIOSO

### ***La notifica con modalità telematiche***

di **EVOLUTION**

L'articolo 16-bis del D.Lgs. 546/1992 introduce la possibilità di effettuare le comunicazioni e le notificazioni tramite posta elettronica certificata (PEC), per tale motivo l'indirizzo PEC del difensore o delle parti deve essere indicato nel ricorso o nel primo atto difensivo e l'indicazione dello stesso per le comunicazioni e le notificazioni equivale alla elezione di domicilio

Al fine di approfondire i diversi aspetti della materia, è stata pubblicata in Evolution, nella sezione "Contenzioso", una apposita Scheda di studio.

Il presente contributo analizza i caratteri peculiari delle notifiche tramite posta elettronica certificata nel contenzioso tributario.

L'[\*\*articolo 16-bis del D.Lgs. 546/1992\*\*](#) prevede la possibilità di effettuare le comunicazioni e le notificazioni tramite posta elettronica certificata (PEC), per tale motivo l'indirizzo PEC del difensore o delle parti deve essere indicato nel ricorso o nel primo atto difensivo e l'indicazione dello stesso per le comunicazioni e le notificazioni equivale alla elezione di domicilio ex [articolo 16-bis D.Lgs. 546/1992](#).

Le eventuali comunicazioni tra le pubbliche amministrazioni, invece, possono essere eseguite mediante lo scambio di documenti informatici nell'ambito del sistema pubblico di connettività.

Mentre, se la parte sta in giudizio personalmente e il relativo indirizzo di posta elettronica certificata non risulta dai pubblici elenchi, il ricorrente può indicare l'indirizzo di posta al quale vuol ricevere le comunicazioni.

L'**omessa indicazione** dell'indirizzo di posta elettronica certificata del difensore comporta:

- la **maggiorazione del contributo unificato** ex [articolo 13 D.P.R. 115/2002](#);

- il **deposito nella segreteria** della Commissione tributaria di qualsiasi avviso di comunicazione ex [articolo 16-bis Lgs. 546/1992](#).

In caso di utilizzo della PEC, il perfezionamento della comunicazione avviene:

- per il mittente al momento della ricezione della ricevuta dell'avvenuta consegna;
- per il destinatario al momento in cui la mail e i relativi documenti sono disponibili nella casella PEC.

In caso di mancato perfezionamento della comunicazione per una causa non imputabile alla parte processuale, la stessa deve attivarsi prontamente per completare il procedimento notificatorio (**Corte di Cassazione, ordinanza 24.8.2017. n. 203981**).

Infine, si precisa che la notificazione degli atti e il deposito degli stessi in modalità telematiche debba avvenire secondo le disposizioni dettate dai regolamenti di cui al [D.M. 23.12.2013, n. 163](#) e al D.M. 4.8.2015.



The banner features the Euroconference logo with the word "EVOLUTION" above it. The background is a network of interconnected dots and lines. Text on the right side reads: "Ogni giorno ti diamo le risposte che cerchi, calde come il tuo primo caffè." Below this, smaller text says: "Aggiornamenti, approfondimenti e operatività, in un unico portale realizzato da professionisti per i professionisti." At the bottom, a call-to-action button says: "richiedi la prova gratuita per 15 giorni >"

## FINANZA

### **La settimana finanziaria**

di Mediobanca S.p.A.



# MEDIOBANCA

**IL PUNTO DELLA SETTIMANA:** congiuntura dei paesi emergenti resta solida nonostante il dollaro

- Il rialzo dei tassi di interesse negli Stati Uniti e del prezzo del petrolio, nonché il rafforzamento del dollaro, stanno pesando sui rendimenti degli asset finanziari dei paesi emergenti.
- I fondamentali economici restano solidi, anche se la sincronizzazione della crescita tra i diversi paesi emergenti è diminuita da inizio anno
- Le condizioni finanziarie restano espansive e l'inflazione, ancora moderata, lascia margine di manovra alle banche centrali

Dal *flash-crash* di inizio febbraio, le attività finanziarie dei mercati emergenti (ME) hanno riportato performance

Ogni giorno ti diamo le risposte che cerchi,  
calde come il tuo primo caffè.  
Aggiornamenti, approfondimenti e operatività,  
in un unico portale realizzato da professionisti per i professionisti.

richiedi la prova gratuita per 15 giorni >

inflazione a breve termine. Hanno, inoltre, gravato sulla fiducia degli investitori alcuni episodi verificatesi nei singoli paesi (quali, le nuove sanzioni in Russia, la richiesta di aiuto dell'Argentina al FMI e il deprezzamento della lira

turca), l'intensificarsi delle tensioni politiche in Medio Oriente (che hanno fatto salire ulteriormente il prezzo del petrolio) e i timori di una svolta protezionistica dell'amministrazione Trump. Conseguentemente, il debito dei mercati emergenti ha evidenziato un significativo deterioramento della performance (circa il 5% in dollari), gli indici azionari sono scesi circa del 7.5%, mentre le valute dei principali paesi emergenti si sono deprezzate contro il dollaro statunitense (cfr. fig. 1). Nonostante questo andamento dei mercati finanziari, i fondamentali delle economie emergenti restano solidi. La crescita prosegue, seppure a fronte di un minor grado di sincronizzazione: i nostri indicatori proprietari, basati sulle fasi del ciclo economico dei singoli paesi emergenti, mostrano che i paesi in crescita sono passati da circa il 90% della totalità di fine 2017 al 35%. Probabilmente T1 2017 risulterà essere il trimestre più forte degli ultimi quattro anni. Infatti, il recente rallentamento degli indici PMI (cfr. fig. 2) e il rallentamento dell'indice di sorpresa sulla crescita economica (cfr. fig. 4), segnalano che è ragionevole attendersi una moderazione del *momentum* della crescita in T2 2018, specialmente nei paesi emergenti asiatici, su cui peseranno maggiormente le incertezze relative alle politiche protezionistiche statunitensi. Contestualmente, le condizioni finanziarie dei principali ME restano accomodanti: molte delle loro economie mostrano ancora una certa flessibilità monetaria, utilizzabile per compensare la debolezza del mercato o eventuali segnali di rallentamento della crescita. A questo contribuisce il fatto che in diverse paesi emergenti, l'inflazione resta stabilmente moderata rispetto alle medie storiche (come conferma l'indice di sorpresa sull'inflazione praticamente piatto, riportato nella figura 4), permettendo alle banche centrali di continuare ad allentare la politica monetaria, nonostante la continua normalizzazione della politica da parte della Fed. Fanno eccezione la Turchia e l'Argentina, dove l'inflazione resta al di sopra del target, richiedendo così una politica monetaria restrittiva. Inoltre, i problemi di Argentina e Turchia potrebbero essere solo agli inizi. L'Argentina probabilmente si sta dirigendo verso una recessione, mentre l'economia turca sta attraversando una fase di *overheating* (ossia quella fase del ciclo economico in cui crescita ed inflazione sono in aumento) e la sua banca centrale dovrà aumentare ulteriormente i tassi. Il nostro

indicatore proprietario indica un deterioramento del ciclo economico turco in questi primi mesi del 2018. Nel breve termine, **i rischi per i paesi emergenti nel loro complesso restano legati a quattro fattori: in primo luogo la propensione al rischio degli investitori, in secondo luogo le aspettative dei mercati sui prossimi rialzi della Fed ed infine i possibili progressi su alcune questioni politiche** (quali, la possibilità che l'Argentina riceva rapidamente gli aiuti del FMI e il miglioramento della credibilità della banca centrale turca). In ogni caso, **riteniamo che le ricadute provenienti dalla Argentina e Turchia e sul resto del mondo dovrebbero essere limitate**, in quanto rappresentano rispettivamente solo lo 0,7% e l'1,7% del PIL mondiale, ma potrebbero pesare sulla propensione al rischio degli investitori. Infine ogni ulteriore aumento significativo del dollaro nei prezzi del petrolio sarebbe un ulteriore ostacolo per alcune economie emergenti.