

# Equilibrio finanziario, condizione necessaria per qualunque agevolazione

mondainipartners  
DC INVESTMENT CONSULTING

di Paolo Mainardi Consulente senior Mondaini Partners srl

**A** disposizione delle imprese che intendono realizzare progetti nuovi e potenzialmente redditizi esistono differenti strumenti. Presentiamo per passi significativi la procedura che un'azienda deve seguire qualora decida di presentare domanda per l'ottenimento di finanziamenti agevolati.

## Premessa

Nella maggior parte dei casi anche le normative inerenti la finanza agevolata non prescindono dai concetti canonici di capitalizzazione, equilibrio finanziario e margine di struttura.

Gli strumenti nazionali, e soprattutto quelli comunitari, infatti, pur nella particolarità degli iter procedurali imposti, sono comunque orientati ad una certa concretezza e a concetti di efficienza non sempre confacenti alle abitudini delle nostre aziende.

L'assegnazione delle risorse avviene attraverso un processo di selezione (procedura di merito) o un processo di prenotazione (procedura automatica).

Le risorse disponibili sono ripartite con riferimento alle aree interessate e, nel caso specifico della L. n. 488 che richiede la procedura di merito, la concessione delle agevolazioni avviene in base alla posizione assunta dai programmi in specifiche graduatorie, stabilita in relazione al valore assunto da una serie di indicatori, uno dei quali, direttamente afferente al tema trattato, da costruirsi riportando il valore del capitale proprio da investire nell'iniziativa al valore totale del piano di spesa.

A prescindere dall'obbligo, imposto dalla normativa, di finanziare almeno il 25% dell'investimento con mezzi freschi (nelle diverse modalità previste, illustrate in seguito), tale indicatore assume, con i dovuti limiti e tenuto conto dell'attualizzazione, valenza superiore quanto maggiore è la quota di «autofinanziamento» stabilita.

Nella procedura che contempla la valutazione di merito del progetto presentato è previsto il controllo sull'equilibrio e sull'adeguatezza del piano finanziario proposto a copertura dell'investimento.

## Concetto di ripristino dell'equilibrio finanziario pregresso

Gli aspetti finanziari da valorizzare sono sostanzialmente

due e riguardano il controllo degli equilibri tra le voci dello stato patrimoniale prima della presentazione della richiesta di agevolazione e la scelta di fonti finanziarie idonee per la copertura del progetto in esame.

È opportuno riconoscere in premessa che il concetto di equilibrio finanziario, «complesso, sfaccettato e multiforme» (1), acquista significati anche molto diversi a seconda del punto di vista dell'analista e, soprattutto, del motivo per il quale si esegue l'analisi. In questo caso l'equilibrio pregresso è verificato con il calcolo del «margine di struttura allargato» (2), intendendosi per tale grandezza la differenza tra il valore netto delle immobilizzazioni rilevate nell'attivo dello stato patrimoniale e le fonti di copertura consolidate, comprendenti i mezzi propri (identificati civilisticamente dall'aggregato patrimonio netto) ed alcune forme di debito a medio-lungo termine. Con particolare riferimento all'indicatore nominato in precedenza, l'importo destinato dall'azienda ad autofinanziamento deve essere preso in considerazione «solo dopo aver valutato che il nuovo capitale proprio sia utilmente destinabile al programma e non, piuttosto alla copertura di un preesistente squilibrio finanziario dell'impresa stessa» (3).

L'intenzione appare abbastanza chiara: la possibilità di ottenere l'agevolazione è riservata a realtà azienda-

### Note:

(1) G. Tagliavini in *Amministrazione & Finanza* 4/2001.

(2) In sostanza l'indicatore esprime la misura in cui le fonti di finanziamento permanenti e a medio/lungo termine coprono il fabbisogno finanziario originato dagli investimenti di medio/lungo periodo. Il giudizio è positivo nell'esempio qualora tale indicatore sia  $\leq$  zero, poiché tali fonti di finanziamento risultano non solo coerenti con la tipologia di impieghi in esame, ma, soprattutto, anche per quelli di «circolante».

(3) Circolare Ministero Attività Produttiva (MAP)n. 900315 del 14 luglio 2000.

li sane, o sanabili, che intendano indirizzare i contributi ai progetti realizzandi.

Si tratta, in sostanza, di verificare se dall'ultimo consuntivo approvato prima della richiesta di agevolazione le attività immobilizzate siano superiori ai capitali permanenti; se, cioè, la somma delle voci (4) dell'attivo patrimoniale, A (crediti verso i soci per i versamenti ancora dovuti), B (immobilizzazioni) e C.II (crediti - esigibili oltre l'esercizio successivo) indichi un importo più alto (o uguale) rispetto alla somma delle voci della sezione passiva, A (patrimonio netto), B (fondi per rischi e oneri), C (trattamento fine rapporto di lavoro subordinato) e D (debiti - esigibili oltre l'esercizio successivo).

In caso di risultato positivo, cioè di resto positivo delle immobilizzazioni rispetto alle fonti consolidate, è necessario provvedere al cosiddetto «ripristino dell'equilibrio» ricorrendo ad uno o più degli strumenti di seguito elencati (5), pena la mancata erogazione del contributo:

- aumenti di capitale sociale;
- conferimenti dei soci in conto aumento del capitale sociale;
- strumenti di raccolta diversi, purché previsti da statuto ed in linea con le istruzioni Bankitalia;
- finanziamenti consolidamento debiti a breve;
- finanziamenti a fronte di fabbisogni estranei allo specifico programma da agevolare.

La considerazione non è di poco conto in quanto non di rado si è assistito alla mancata, o comunque rinviata, erogazione dei contributi proprio a causa dello squilibrio pregresso non compensato.

## La copertura del programma d'investimento

Per quanto riguarda il secondo aspetto, cioè la scelta delle fonti idonee alla copertura del programma di investimenti, si tratta in ultima analisi di costruire un adeguato piano finanziario, che rispetti comunque l'equilibrio, stavolta in via «previsionale».

Come anticipato la principale fonte alla quale porre attenzione (vista nel caso la valenza per la posizione nelle graduatorie) è rappresentata dall'immissione di capitale proprio, che può essere aumentato sia in termini di capitale sociale sia con conferimenti in conto aumento dello stesso.

In sostituzione dei versamenti è possibile prendere in considerazione, al netto di eventuali perdite non ripianate e se risultanti da bilanci approvati, gli utili conseguiti e gli ammortamenti anticipati (questi ultimi accantonati in apposito fondo).

Sono considerati equivalenti ai mezzi propri il sovrapprezzo azioni (relativo ad un aumento) e la conversione di finanziamenti dei soci, di prestiti obbligazionari e debiti assimilati in aumento del capitale sociale.

Naturalmente ognuna di queste forme previste è valutata dagli analisti degli Istituti concessionari che ne

verificano la rispondenza e fattibilità relativamente ad ogni progetto specifico.

Definita la fonte principale nella sua entità, natura (monetaria, economica per accantonamenti, conversione del debito) e qualità è necessario completare il quadro finanziario di copertura.

Le regole e gli strumenti da utilizzare in questa fase sono quelli mediati dalle tecniche di programmazione e pianificazione finanziaria, anche se nel caso specifico della L. n. 488 il problema si ripropone sotto l'aspetto concettuale piuttosto che tecnico, in quanto è previsto un apposito software (6), che permette un'agevole redazione dei documenti di previsione.

Nel paragrafo successivo vengono presentati alcuni schemi significativi relativi ad una richiesta di agevolazione.

## Un caso del settore turistico-alberghiero: la Sbaffer srl

Il caso presentato riguarda un progetto di ampliamento di una struttura, operante nel settore turistico, che ha pensato come principali fonti di copertura dell'operazione l'immissione di capitali freschi e i contributi a fondo perduto a valere sulla Legge 488/92.

Dopo la predisposizione della domanda l'iter prevede la presentazione della stessa ad un Istituto concessionario, che procede alla trasmissione dell'istanza al Ministero competente, previo svolgimento della fase istruttoria.

L'azienda richiedente l'agevolazione, costituita nel 1989 con oggetto sociale riguardante attività alberghiere, di ristorazione e di servizi al turismo in genere, si occupa attualmente, in modo quasi esclusivo dell'organizzazione di ricevimenti, banchetti, feste nuziali ed eventi sociali in genere.

Le capacità tecniche e la corretta organizzazione dei processi di erogazione del servizio, nonché il considerevole sviluppo del settore, hanno contribuito in poco tempo alla realizzazione di una struttura, inserita in un piccolo gruppo, capace di performance ragguardevoli: negli ultimi esercizi, però, causa appesantimento dei costi di struttura, si è assistito ad una progressiva flessione dei risultati, foriera di preoccupazione da parte dei soci.

La notevole dimensione del mercato interno, comunque esuberante rispetto alla capacità dell'azienda, le possibilità di espansione offerte dal settore e la carenza di strutture alberghiere nella zona sono state le principali ragioni che hanno spinto la direzione alla definizione del programma di investimento, (consistente nel-

### Note:

(4) Secondo lo schema civilistico.

(5) Spesso gli Istituti concessionari, dopo aver rilevato lo squilibrio, valutano con l'impresa lo strumento più adeguato al caso specifico.

(6) Fornito dal ministero delle attività produttive e reperibile sui siti istituzionali.

# Strumenti e tecniche finanziarie

l'ampliamento della configurazione esistente mediante realizzazione di una struttura ricettiva a quattro stelle), finalizzato al recupero di efficienza.

Come anticipato, e vista la non idoneità della sede ad affrontare le problematiche specifiche dell'iniziativa, l'attenzione dell'intervento è posta alla valorizzazione dei principali aspetti finanziari dell'operazione: si tratta, in primo luogo, di verificare l'equilibrio pregresso dell'azienda richiedente e, conseguentemente di predisporre un adeguato piano finanziario a copertura dell'investimento prospettato, anche in considerazione della percentuale quali-quantitativa minima di autofinanziamento imposta.

In base alle risultanze contabili dell'ultimo bilancio approvato la struttura patrimoniale evidenzia un certo squilibrio, al quale peraltro l'azienda sta ponendo correttivo già dall'esercizio seguente (2001).

Le normative in questione, ed in particolare la circolare operativa di riferimento, però prevedono la verifica strutturale sull'ultimo bilancio approvato (2000),

l'analisi del quale comporta l'apposizione della condizione di riequilibrio da parte dell'Istituto concessionario al quale è delegata la fase istruttoria.

Come ricordato in precedenza l'impegno al riequilibrio (pena la mancata erogazione del contributo) prevede diverse possibilità, riassunte nella Tavola 2.

Gli strumenti proposti in Tavola 2 sono utilizzabili singolarmente o in maniera cumulativa; spesso l'Istituto concessionario, in base alle risultanze delle analisi sui prospetti contabili e dopo aver raccolto ulteriori informazioni sull'azienda, valuta la (o le) modalità più appropriate.

Nel caso in esame, considerando anche la tendenza manifestata negli elaborati contabili successivi a quello di riferimento, si è optato per un'operazione di consolidamento del debito a breve che, nell'esercizio 2000, raggiungeva circa 850.000 euro, su quasi 1.000.000 di debiti totali.

Il secondo aspetto di natura finanziaria, oggetto di attenzione nella fase istruttoria, riguarda la copertura

Tavola 1 • Stato patrimoniale Sbaffer srl (\*)

STATO PATRIMONIALE ATTIVO		1999	%	2000	%	2001	%
A	CREDITI V/SOCI PER VERSAM ANCORA DOVUTI	-	nc	-	nc	-	nc
B.I	IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI	1	0,1%	1	0,1%	1	0,1%
B.II	IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	701	83,7%	1.185	66,7%	1.152	84,9%
B.III	IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE	-	nc	-	nc	2	0,1%
	<b>TOTALE IMMOBILIZZAZIONI</b>	<b>702</b>	<b>83,8%</b>	<b>1.186</b>	<b>66,8%</b>	<b>1.155</b>	<b>85,1%</b>
C.I	RIMANENZE	2	0,2%	4	0,2%	12	0,9%
C.II	CREDITI	116	13,8%	550	31,0%	190	14,0%
	esigibili entro l'esercizio successivo	116		150		90	
	esigibili oltre l'esercizio successivo	-		400		100	
C.III	ATTIVITA' FIN. CHE NON COSTITUISCONO IMMOB.	-	nc	-	nc	-	nc
C.IV	DISPONIBILITA' LIQUIDE	18	2,1%	36	2,0%		nc
	<b>ATTIVO CIRCOLANTE</b>	<b>136</b>	<b>16,2%</b>	<b>590</b>	<b>33,2%</b>	<b>202</b>	<b>14,9%</b>
D	RATEI E RISCONTI ATTIVI	-	nc	-	nc	-	nc
	<b>TOTALE ATTIVO</b>	<b>838</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.776</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.357</b>	<b>100,0%</b>

  

STATO PATRIMONIALE PASSIVO		1999	%	2000	%	2001	%
A.I	Capitale sociale	10		10		10	
A.II-VII	Riserve	100		789		789	
A.VIII	Utili (perdite) portati a nuovo	-		4		12	
A.IX	Utile (perdita) d'esercizio	4		16		128	
	<b>PATRIMONIO NETTO</b>	<b>114</b>	<b>13,6%</b>	<b>787</b>	<b>44,3%</b>	<b>659</b>	<b>48,6%</b>
B	FONDI PER RISCHI ED ONERI	-	nc	-	nc		nc
C	T.F.R.di lavoro subordinato	-	nc	4	0,2%	13	1,0%
D.3.a)	Debiti v/banche esigibili entro l'esercizio successivo	124		97		91	
D.3.b)	Debiti v/banche esigibili oltre l'esercizio successivo	-					
	Altri debiti esigibili entro l'esercizio successivo	600		752		435	
	Altri debiti esigibili oltre l'esercizio successivo	-		123		150	
	<b>DEBITI</b>	<b>724</b>	<b>86,4%</b>	<b>972</b>	<b>54,7%</b>	<b>676</b>	<b>49,8%</b>
E	RATEI E RISCONTI PASSIVI	-	nc	13	0,7%	9	0,7%
	<b>TOTALE PASSIVO NETTO</b>	<b>838</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.776</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.357</b>	<b>100,0%</b>
	<b>TOTALE MEZZI DI TERZI</b>	<b>724</b>	<b>86,4%</b>	<b>989</b>	<b>55,7%</b>	<b>698</b>	<b>51,4%</b>

(\*) Valori consuntivi espressi in KEU

# Strumenti e tecniche finanziarie

dei nuovi investimenti, con particolare attenzione ai mezzi propri.

Lo schema previsto nella scheda tecnica della domanda di agevolazione, peraltro abbastanza semplice nella struttura, è relativo solamente alla copertura del programma di investimenti oggetto della richiesta di aiuto; tiene conto, inoltre, principalmente del fabbisogno in termini di impieghi di medio-lungo senza considerare l'indotto in termini di circolante (fatta eccezione per l'imposta sul valore aggiunto) che risulta invece degno di attenzione soprattutto nei processi di crescita.

Relativamente alle fonti di copertura è stato suffragato l'impegno alla capitalizzazione della struttura, mediante aumento del capitale sociale a pagamento, e valorizzato l'aiuto ottenibile con la richiesta di agevolazione, considerato contributo in conto impianti ed

ai fini contabili accreditato come voce a medio-lungo (7).

Ora, poiché il totale dell'autofinanziamento (KEU 3.202) più il totale dei contributi (KEU 894) è sufficiente alla copertura del totale dei costi per immobilizzazioni (KEU 3.956), la «quadratura» del piano è stata realizzata utilizzando generiche fonti di breve.

Per quanto detto il piano finanziario che l'azienda ha presentato nella scheda tecnica della domanda di agevolazione è quello riportato nella Tavola 3.

A questo punto è opportuna una precisazione: la normativa in questione prevede, per i programmi di importo inferiore a € 516.456,90 (1 miliardo di lire)

#### Nota:

(7) Per il trattamento dei contributi si può vedere il principio contabile n. 16 - consiglio nazionale dottori commercialisti e ragionieri.

**Tavola 2 • Condizione di riequilibrio della Sbaffer srl**

<b>Strumenti interni</b>	Aumenti di capitale sociale	
	Conferimenti dei soci in c/aumento del capitale sociale	
	Strumenti di raccolta anche presso i soci	
<b>Strumenti esterni</b>	Finanziamenti per il consolidamento dei debiti a breve	X
	Finanziamenti a fronte di fabbisogni estranei al programma	
<b>Totale strumenti interni ed esterni</b>		€ 650.000

**Tavola 3 • Piano finanziario per la copertura degli investimenti**

FABBISOGNO	Anno di avvio a realizzazione	2° anno	3° anno	.....	Totale
Immobilizzi agevolabili	1.362	1.395	1.199		3.956
Immobilizzi non agevolabili					
Canoni leasing					
IVA sugli immobilizzi del programma	272	279	240		791
<b>Totale fabbisogni</b>	<b>1.634</b>	<b>1.674</b>	<b>1.439</b>		<b>4.747</b>
<b>FONTI DI COPERTURA</b>					
Eccedenza fonti anno precedente					
Apporto nuovi mezzi propri	1.136	1.033	1.033		3.202
Agevolazioni richieste per il programma	298	298	298		894
Finanziamenti a m/l termine					
Finanziamenti a breve termine	200	343	108		651
Debiti vs fornitori					
Cash-flow					
Altro					
<b>Totale fonti</b>	<b>1.634</b>	<b>1.674</b>	<b>1.439</b>		<b>4.747</b>
<b>Totale fonti al netto delle eccedenze anni precedenti</b>					

la facoltà di limitare la compilazione del business plan (8) alla sola parte descrittiva.

Nel caso presentato, quindi, non essendo possibile avvalersi della suddetta facoltà, in quanto l'importo dell'investimento supera abbondantemente il limite stabilito, la Sbaffer srl ha presentato anche la parte numerica del piano d'impresa (9), compilato utilizzando il software messo a disposizione dall'ente competente e facilmente reperibile via internet.

Come anticipato l'utilizzo del suddetto supporto, peraltro di contenuti articolati, permette una sufficientemente agevole redazione di un documento previsionale, comprensivo dei dati relativi all'intera impresa e non solo al progetto presentato per la richiesta di agevolazione.

L'elaborato maggiormente significativo (e critico) dal punto di vista finanziario è il prospetto denominato «bilanciamento fonti e impieghi» che riporta i valori assoluti alla fine di ogni esercizio previsionale e comprende sia dati di input sia di output.

In particolare lo schema, risultato di diverse osservazioni e stime sui dati inseriti, riguarda tutte le fonti di finanziamento di cui l'impresa può disporre; nel

caso specifico, tra l'altro, valorizza la nuova immissione di mezzi propri, evidenzia operazioni di finanziamento infragruppo e calcola la misura dal fondo derivante dall'agevolazione (10).

## Conclusioni

Al di là delle connotazioni specifico-tecniche di ogni operazione, anche la finanza agevolata per quanto detto rappresenta un'occasione per ripensare al proprio assetto finanziario, soprattutto in termini di mar-

### Note:

(8) Documento di riferimento in base al quale si svolge la fase valutativa. Lo strumento nato per esigenze gestionali, è stato pienamente adottato nella normativa agevolativa quale strumento di valutazione di fattibilità e merito delle domande di contributo.

(9) A tal proposito si può vedere: D. Mondaini, P. Mainardi «Business plan, progetti d'autore per l'azienda», Lezioni 1 e 2 -in *Amministrazione & Finanza - I corsi* - nn. 6 e 7/2000.

(10) Il valore dell'agevolazione non coincide con quello espresso nel prospetto precedente in quanto nel calcolo del fondo si tiene conto anche di alcune ipotesi previsionali su redditi, ammortamenti ed impatto fiscale.

Tavola 4 • Prospetto «bilanciamento fonti e impieghi» della Sbaffer srl (\*)

	2002	2003	2004	2005
<b>Debiti a breve verso banche e castelletto</b>	115	50		
<b>Finanziamenti infragruppo a breve termine</b>				
<b>Altri finanziamenti a breve termine</b>				
<b>Debiti verso banche a m/l termine</b>				
Obbligazioni				
Soci c.to finanziamenti				
Finanziamenti infragruppo a m/l termine	250	150		
Altri finanziamenti a m/l termine	300	150		
Capitale sociale	1.146	2.179	3.212	3.212
Conferimenti c.to capitale sociale				
Riserve non legate agli utili/perdite es. precedenti				
Fondo contributo L. 488	0	240	662	678
Riserve legate agli utili/perdite es. precedenti	-130	54	219	388
Reddito netto non distribuito	184	165	169	128
<b>Totale fonti</b>	1.865	2.989	4.262	4.406
<b>Totale fabbisogno finanziario</b>	1.865	2.989	4.262	4.406
Squilibrio	0	0	0	0
<i>Impieghi liquidità eccedente:</i>				
Disponibilità liquide			100	41
Attività finanziarie non immobilizzate			612	1.700

(\*) Valori previsionali, espressi in KEU.

gini strutturali ed equilibri. L'atteggiamento corretto nei confronti delle diverse opportunità offerte, anche dalla normativa comunitaria, non è pertanto la «caccia al contributo» quanto la valutazione del reale fabbisogno dell'azienda con l'obiettivo di raggiungere, e poi consolidare, quei connotati di flessibilità e affidabilità imprescindibili per un necessario ed adeguato sviluppo.

L'argomentazione acquista particolare significato in relazione al tema trattato in quanto, con riferimento (11) alle modalità e alle procedure per la concessione e l'erogazione delle agevolazioni ex Legge 488/92 è stato recentemente eliminato, alla richiesta della prima quota di contributo, l'obbligo di versa-

mento della corrispondente quota di capitale proprio, se la richiesta avviene a titolo di anticipazione. Il rischio, per chi ha ottenuto il contributo, è la tentazione di richiederne l'anticipazione non ponendo sufficiente riguardo ai canonici, e basilari, concetti di equilibrio finanziario, che prevedono sia una più generale omogeneità tra la durata e la variabilità degli impieghi e relative fonti di copertura sia un adeguato rapporto tra capitale proprio e capitale di debito.

**Nota:**

(11) Circolare MAP n. 900012 del 14 gennaio 2002.



## Le moderne tecniche di risk management: il VaR

Amministrazione & Finanza ORO,  
Ipsoa Editore, 2002

- Prezzo copia € 20,14
- Vendita in abbonamento € 105,00  
6 numeri l'anno

Le trasformazioni che il risk management ha attraversato sono la conseguenza dei dissesti e degli shock economico-finanziari che il panorama internazionale ha vissuto negli ultimi anni; ma anche dei mutamenti avvenuti negli scenari macroeconomici.

I risk manager si ritrovano dunque a vestire una funzione chiave nella fase di supporto decisionale per il top management delle imprese.

Soluzioni operative e le nuove regole del Comitato di Basilea vengono presentate con l'aiuto di esempi e modelli teorici.

**Per informazioni o per l'acquisto:**

Redazione (ammin.fin@ipsoa.it)  
Servizio Informazioni Commerciali Ipsoa  
tel. 02.82476794 - fax 02.82476403  
Agenzia Ipsoa di zona - www.ipsoa.it

# Quale destino attende il dollaro?

di Guido Grossi Div. Wholesale Banking, BNL spa

**L'**andamento del saldo fra import ed export procede oramai a senso unico da troppo tempo: la costante emorragia di dollari dagli Usa determina un accumulo che ha raggiunto livelli di notevole riguardo. Un'attenta analisi degli effetti dei movimenti in entrata di capitali che, da soli, possono compensare le partite in uscita. Esiste quindi una forte asimmetria, che genera una sensibile preoccupazione, dovuta alla uscita delle partite correnti, permanente e a titolo definitivo, mentre i movimenti di capitale sono considerati temporanei: un debito che, quanto prima, va regolarizzato. In questo contesto sorge un evidente interrogativo: quale sarà la posizione sul mercato del dollaro? Quale sarà il suo andamento nel prossimo futuro?

L'economia statunitense consuma risorse più di quanto riesca a produrre ricchezza. Questa opinione è di generale dominio nei mercati finanziari. Questo modo di agire comporta effetti benefici sull'economia nel complesso e non solo su quella americana.

Proprio la forza della domanda statunitense ha consentito di evitare una recessione dopo il periodo espansivo più lungo del dopoguerra e la circostanza che l'import americano superi costantemente l'export fa sì che il beneficio di questa spesa si estenda a favore degli esportatori di tutto il mondo. Per questo meccanismo gli Stati Uniti sono considerati, a buon diritto, il motore primo della crescita globale.

Questa visione positiva non tiene conto però dell'andamento del saldo fra import ed export il quale procede a senso unico da troppo tempo. Mese dopo mese, anno dopo anno, infatti, l'uscita permanente di dollari dagli Usa determina un accumulo che ha raggiunto livelli imponenti (1). Vale la pena soffermare l'analisi su questo aspetto per valutare in modo completo gli effetti dei movimenti di capitali che, entrando nel paese, possono compensare le partite in uscita. Esiste una forte asimmetria, che genera una sensibile preoccupazione, dovuta alla uscita delle partite correnti, permanente e a titolo definitivo, mentre i movimenti di capitale sono considerati temporanei: un debito che, quanto prima, va regolarizzato.

Gli investimenti diretti esteri che dal resto del mondo sono stati indirizzati negli Stati Uniti hanno ampiamente superato lo sbilancio delle partite correnti. Per questo motivo il valore del dollaro è aumentato nell'ultimo decennio, nonostante lo squilibrio commerciale. Nel momento in cui i capitali non dovesse-

ro affluire con ritmo costante e sufficiente a compensare le partite correnti (non osiamo pensare agli effetti di un deflusso), il dollaro comincerà inesorabilmente a scendere.

L'esperienza insegna che gli squilibri esigono, prima o poi, un «regolamento di conti». O si innescano meccanismi virtuosi che consentano un graduale riassorbimento del debito estero oppure, inevitabilmente, arriva l'aggiustamento nelle ragioni di scambio, cioè una decisa svalutazione. Come dimostrano le ricorrenti crisi dei paesi emergenti, i capitali sono instabili, capricciosi, volubili e possono decidere di abbandonare un paese in modo improvviso. Nonostante tutte le possibili congetture e previsioni, gli studi e le analisi econometriche, l'erraticità e la umoralità dei mercati finanziari non finirà mai di sorprendere. È significativo rilevare periodicamente quanto instabile e mobile sia il capitale, nel contesto globale del nostro tempo e quanto rapidamente possano cambiare le mode e le aspettative dei mercati della finanza. Certo, essere gli Stati Uniti d'America aiuta, non siamo di fronte ad un paese emergente, ma dobbiamo domandarci se possa bastare, se sia sufficiente a superare l'inesorabilità anche intuitiva della forza di certe leggi economiche.

Detto questo, bisogna anche affermare con chiarezza che non esiste, al momento, nessuna evidenza di una fuga di capitali in atto. Occorre, anzi, rammentare che le situazioni di squilibrio possono protrarsi nel

### Nota:

(1) Pari a 412 mld di Usd nel solo 2001 e stimato in salita per il 2002.