

GIOACCHINO GAROFOLI - PAOLO PETTENATI
Presentazione

CHARLES-ALBERT MICHALET
La globalisation oblige a remettre en cause certains
concepts économiques

ISAAC MINIAN
Globalización e industrialización.
Implicaciones para países emergentes

LEÏLA KEBIR - DENIS MAILLAT
Ressources naturelles et culturelles:
Quels modes d'organisation?

CLAUDE COURLET - GIOACCHINO GAROFOLI
Strategie di sviluppo economico: una rilettura critica
a partire dai pionieri dello sviluppo

**ROBERTO PASCA DI MAGLIANO - ANDREA BILLI
- MARINA DE ANGELIS**
Recenti tendenze degli investimenti diretti: quali opportunità per i paesi Bric?

FEDERICO BOFFA - GIORGIO GALEAZZI - FRANCESCA SPIGARELLI
Recenti tendenze nei flussi di investimento estero delle economie emergenti
Sovereign wealth funds, imprese globali ed effetti per i paesi sviluppati

PATRIZIO BIANCHI - LAURA RAMACIOTTI
Università, industria, innovazione: quali insegnamenti dalle esperienze italiane?

ALESSANDRO STERLACCHINI - FRANCESCO VENTURINI
Alle radici del declino della produttività italiana: il ruolo della R&S

ELEONORA CUTRINI
Tipologie di sviluppo territoriale nell'industria leggera: uno sguardo al Brasile

**ESTER CARNEIRO DO COUTO SANTOS - DENISE GUICHARD FREIRE
- RONALDO CREQUEIRA CARVALHO**
Arranjos Produtivos Locais e a Especificidade da Realidade Brasileira

MARISA DOS REIS A. BOTELHO - PAULA M. CARES BUSTAMANTE
Participação de PMEs em aglomerações industriais de países em
desenvolvimento: o caso do arranjo produtivo moveleiro de Ubá - Brasil

LUCIA CUSMANO - FREDY PRECIADO
Institucionalidad para el desarrollo endógeno en una región de frontera:
Casanare, Colombia

Economia Marche

Review of Regional Studies



FONDAZIONE
ARISTIDE MERLONI

anno XXVII n. 2 dicembre 2008

edizioni Conerografica

Economia Marche

Review of Regional Studies

anno XXVII

numero 2

dicembre 2008

INDICE

- GIOACCHINO GAROFOLI E PAOLO PETTENATI, *Presentazione* p. 5
- CHARLES-ALBERT MICHALET, *La globalisation oblige à remettre en cause certains concepts économiques* 9
1. Introduction. - 2. L'effacement de la notion d'Etat-nation. - 3. Les transformations de la conception de la firme: de la firme multinationale à la "private equity firm". - 4. Que devient la notion de marché? - 5. Conclusion.
- ISAAC MINIAN, *Globalización e industrialización: implicaciones para países emergentes* 21
1. Introducción. - 2. Estrategias de industrialización en un contexto global. - 3. Redes internacionales de valor agregado e industrialización. - 4. Segmentación y reconcentración de la actividad manufacturera en unos pocos países. - 5. Conclusiones.
- LEÏLA KÉBIR, DENIS MAILLAT, *Ressources naturelles et culturelles: quels modes d'organisation?* 43
1. Introduction. - 2. Milieu innovateur, rappel et définition. - 3. De l'objet à la ressource. - 4. Ressources patrimoniales et modes d'organisation: le milieu coordonnateur. - 5. Conclusion.
- CLAUDE COURLET, GIOACCHINO GAROFOLI, *Strategie di sviluppo economico: una rilettura critica a partire dai pionieri dello sviluppo* 65
1. Le questioni fondamentali da affrontare per lo sviluppo economico dei paesi in via di sviluppo - 2. I pionieri dello sviluppo: concetti base e variabili cruciali per innescare lo sviluppo economico. - 3. Le insoddisfazioni negli anni '70. - 4. Le nuove emergenze economiche negli anni '80 e la crisi dei paradigmi - 5. Alcuni nuovi fenomeni: globalizzazione economica e l'emergere di nuovi spazi industriali. - 6. Alcune note conclusive per uno sviluppo sostenibile e duraturo.
- ROBERTO PASCA DI MAGLIANO, ANDREA BILLI, MARINA DE ANGELIS, *Recenti tendenze degli investimenti diretti: quali opportunità per i paesi Bric?* 93
1. Investimenti esteri e sviluppo. - 2. Determinanti degli Ide e capacità di attrazione degli investimenti. - 3. Crescita degli Ide negli ultimi decenni. - 4. Ruolo dei paesi Bric e delle nuove economie emergenti. - 5. Le difficoltà italiane. - 6. Implicazioni per lo sviluppo nei mercati globali.

- FEDERICO BOFFA, GIORGIO GALEAZZI, FRANCESCA SPIGARELLI, 119
Recenti tendenze nei flussi di investimento estero delle economie emergenti, Sovereign wealth funds, imprese globali ed effetti per i paesi sviluppati
1. Introduzione. - 2. Il ruolo dei Paesi emergenti nei nuovi flussi di investimento globali: fonti di finanziamento e strategie. - 3. Determinanti e conseguenze dei nuovi flussi di investimento. - 4. La politica di investimento all'estero della Cina.
- PATRIZIO BIANCHI, LAURA RAMACIOTTI, *Università, industria, 151*
innovazione: quali insegnamenti dalle esperienze italiane?
1. Premessa. - 2. Una breve analisi dei rapporti tra università ed impresa in Italia - 3. Una definizione stilizzata dei processi di creazione di academic spin off. - 4. L'analisi della esperienza italiana e del caso della Università di Ferrara. - 5. Alcune considerazioni conclusive.
- ALESSANDRO STERLACCHINI, FRANCESCO VENTURINI, *Alle radici 177*
del declino della produttività italiana: il ruolo della R&S
1. Introduzione. - 2. Il profilo macroeconomico del declino. - 3. L'andamento delle Spese in R&S e l'impatto sulla produttività. - 4. Considerazioni conclusive.
- ELEONORA CUTRINI, *Tipologie di sviluppo territoriale nell'indu- 197*
stria leggera: uno sguardo al Brasile
1. Introduzione. - 2. Tipologie dei sistemi produttivi locali: una rassegna. - 3. Il posizionamento dei cluster tra interdipendenze locali e densità istituzionale: il caso del Brasile. - 4. Complessità interna e sviluppo istituzionale: un approfondimento. - 5. Considerazioni conclusive.
- ESTER CARNEIRO DO COUTO SANTOS, DENISE GUICHARD FREIRE, 221
RONALDO CERQUEIRA CARVALHO, *Arranjos produtivos locais e a especificidade da realidade Brasileira*
1. Introdução. - 2. Mudanças tecnológica e novas configurações especiais da produção. - 3. Algumas Experiências de Desenvolvimento Local e Invoção no Mundo. - 4. Especificidade da Realidade Brasileira. - 5. O APL de Moda Íntima de Nova Friburgo e a Questão da Segurança Social. - 6. Considerações Finais.
- MARISA DOS REIS A. BOTELHO, PAULA M. CARES BUSTAMANTE, 243
Participação de PMEs em aglomerações industriais de países em desenvolvimento: o caso do arranjo produtivo moveleiro de Ubá - Brasil
1. Introdução. - 2. Evolução e importância do arranjo produtivo de Ubá (MG). - 3. As características do arranjo produtivo de Ubá a partir da pesquisa de campo. - 4. Considerações Finais
- LUCIA CUSMANO, FREDY PRECIADO, *Institucionalidad para el 271*
desarrollo endógeno en una región de frontera: Casanare (Colombia)
1. Introducción. - 2. Desarrollo endógeno e institucionalidad. - 3. Desarrollo e institucionalidad en el Departamento de Casanare, Colombia. - 4. Conclusiones.

RECENTI TENDENZE NEI FLUSSI DI INVESTIMENTO ESTERO DELLE ECONOMIE EMERGENTI. SOVEREIGN WEALTH FUNDS, IMPRESE GLOBALI ED EFFETTI PER I PAESI SVILUPPATI

di Federico Boffa, Giorgio Galeazzi e Francesca Spigarelli¹

Abstract

This paper illustrates some salient features of the recent investment flows that originate in the emerging economies.

First, we analyze the macroeconomic reasons behind the availability of a large stock of cheap capital in the emerging countries, and describe the crucial and controversial role of the sovereign wealth funds in managing it for investment purposes. We then discuss the institutional and structural determinants of the foreign investments from the emerging countries firms' perspective. We finally focus on the evolution of the Chinese public policy approach towards outward investment, emphasizing its results in Europe, namely in Italy.

JEL Classification: F01, O53

Keywords: sovereign wealth funds, OFDI, developing and emerging economies, China

1. INTRODUZIONE

Obiettivo del lavoro è esplorare un fenomeno assolutamente recente, a livello mondiale, che interessa sia i mercati finanziari, sia gli equilibri geo-politici globali, sia la competizione transnazionale tra imprese. Si fa riferimento alle nuove direttrici degli investimenti diretti esteri (IDE) ed al ruolo “attivo” assunto dai Paesi emergenti ed in via di sviluppo nelle politiche di investimento transnazionale. Secondo gli ultimi dati disponibili², il peso nelle politiche di investimento mondiale di tali economie, con riferimento particolare ai paesi asiatici e medio-orientali, è in forte crescita (17% dei flussi di investimento all'estero mondiali, nel 2005), attribuibile in particolare ai PVS asiatici e medio-orientali. Cosa assolutamente impensabile fino a qualche anno fa, nelle classifiche mondiali delle principali imprese globali compaiono sempre più numerose le società appartenenti alle *developing economies*.

Sul piano teorico, l'analisi dei nuovi trend nei flussi di investimento interna-

zionali si può ricollegare sia all'ambito di studi sulle strategie di investimento dei governi dei Paesi emergenti, con un'attenzione particolare al fenomeno dei *sovereign wealth funds* (SWFs), sia ai lavori scientifici sulle strategie di investimento delle nuove imprese globali provenienti da tali aree.

Gli investimenti traggono origine in un contesto macroeconomico di abbondanza di riserve valutarie estere, finalizzate alla gestione della politica di cambio, da parte dei Paesi emergenti. Proprio la volontà di valorizzare gli *stock* di moneta accumulati (Truman, 2007) è alla base dei nuovi flussi finanziati dai fondi sovrani. Gli investimenti delle imprese delle economie emergenti nascono, invece, dalla loro esigenza di accesso a materie prime, tecnologie innovative e nuovi mercati (Buckley *et al.*, 2007). Di fatto, a partire dai primi anni '90 un numero crescente di imprese, provenienti da Paesi assolutamente nuovi ed inattesi in qualità di investitori esteri (Aykut, Goldstein, 2006, p. 8), ha invaso la scena mondiale (Unctad 2006, pp. 18-36). Questa ondata di multinazionali "atipiche" ha sollevato un forte interesse scientifico (Bonaglia *et al.*, 2007), soprattutto in relazione ai Paesi Brics: Brasile, Russia, India e Cina (Wilson, Purushothaman, 2003; Sauvart, 2005; 2006), a fronte dei flussi consistenti di risorse investite a livello internazionale da soggetti provenienti da queste aree geografiche (Unctad, 2006). Il dibattito scientifico sembra essersi acceso verso le nuove imprese multinazionali, anche in relazione al fatto che esse seguono *pattern* di sviluppo atipici rispetto a quelli stilizzati dalla dottrina (Bonaglia *et al.*, 2007, p. 3), tanto che la tradizionale lettura *à la* Dunning (1977, 1979, 1980, 1988) dei processi di internazionalizzazione (secondo la *OLI theory*) sembra non essere in grado di spiegare l'apertura ai mercati internazionali (Mathews, 2006). Queste imprese, infatti, si affacciano sulla scena globale non per affermare vantaggi competitivi posseduti, ma per ricercare risorse chiave, sempre più di natura immateriale, attraverso cui rafforzare le proprie competenze di base (Bonaglia *et al.*, 2007).

Il lavoro è strutturato come segue. Nel paragrafo 2 si analizzano i presupposti macroeconomici dei nuovi flussi di investimento, illustrando il cambiamento di strategia nella gestione del *surplus* commerciale dei Paesi emergenti, che si riflette nel crescente rilievo dei SWFs. Alle ragioni che spingono le singole imprese di queste economie a investire all'estero, e in particolare nelle nazioni ricche, è dedicato il paragrafo 3, nel quale si illustrano anche le conseguenze di tali investimenti. Il paragrafo 4 è dedicato, invece, al caso della Cina, quale esempio eclatante di intervento forte e coordinato del governo, volto a stimolare l'internazionalizzazione attiva della propria economia. L'attenzione è rivolta agli effetti del *Go Global* sull'Europa e sull'Italia, nel tentativo di comprendere la portata del fenomeno, i settori maggiormente interessati, le imprese protagoniste delle attività di investimento e le strategie da esse perseguite.

2. IL RUOLO DEI PAESI EMERGENTI NEI NUOVI FLUSSI DI INVESTIMENTO GLOBA- LI: FONTI DI FINANZIAMENTO E STRATEGIE

Il fenomeno della recente rapida crescita dei flussi di investimento originati dai paesi emergenti, in particolare dell'Asia e del Medio-Oriente, è un aspetto dell'ampio contesto evolutivo, che attualmente sta interessando il sistema finanziario internazionale (Visco 2007), ed è una conseguenza del processo di profonda trasformazione in atto nella distribuzione della ricchezza tra i paesi, riconducibile essenzialmente all'espansione del peso relativo nell'economia internazionale dei nuovi emergenti, Brics in particolare. Le politiche da questi rivolte ad un forte aumento del grado di apertura internazionale nei rapporti commerciali e finanziari, in un contesto generale di liberalizzazione degli scambi, e la loro rapida capacità di adeguamento alle nuove tecnologie hanno consentito elevati tassi di crescita reale. Ciò è avvenuto in condizioni di sostanziale assenza di inflazione, grazie anche alla presenza di bassi salari e nonostante l'impatto sui prezzi delle materie prime. Quest'ultimo aspetto ha ulteriormente contribuito alla redistribuzione della ricchezza per l'abbondante disponibilità nella maggior parte degli emergenti.

Tale evoluzione risulta comprensibilmente accompagnata da profondi e perduranti squilibri, in particolare nei saldi delle partite correnti³. Alcuni paesi, caratterizzati da elevati tassi di risparmio e da limitata capacità di investimento interno⁴, hanno accumulato elevati livelli di ricchezza finanziaria, a seguito della forte espansione delle entrate per esportazioni di manufatti e materie prime⁵. Si consideri, al riguardo, che la quota sulle esportazioni mondiali delle economie emergenti dell'Asia risulta più che raddoppiata rispetto alla situazione di inizio anni '90, superando attualmente il livello del 25%. Tutto ciò, assieme alla resistenza di alcuni governi a consentire un adeguato apprezzamento del cambio, ha determinato, da un lato, una crescita abnorme di riserve sovrane e, dall'altro, un forte aumento nei flussi di capitali, sia ufficiali sia privati, in uscita verso le economie avanzate ed in particolare verso gli Stati Uniti. Evidenti sono state le ripercussioni sui livelli dei tassi di interesse mondiali a lungo termine, sui prezzi delle attività e sul premio al rischio di investimento. Una parte crescente dell'aumento nei flussi finanziari sta interessando gli investimenti diretti esteri, che negli ultimi quindici anni hanno globalmente quasi triplicato il loro peso sul Pil mondiale, con un andamento simile per i Paesi sviluppati e per gli emergenti. Sia le condizioni economiche generali, sia quelle specifiche dei singoli emergenti hanno contribuito all'affermarsi degli IDE ed alla forte crescita del ruolo e del peso delle loro affiliate estere a livello mondiale (Visco, 2007)⁶. Con riferimento a quest'ultimo fenomeno, ciò che la letteratura recente tende ad evidenziare è il progressivo affermarsi delle iniziati-

ve provenienti dai Paesi emergenti e la necessità di un approfondimento delle determinanti del fenomeno, oltre che una rilettura delle teorie sui processi di internazionalizzazione (Bonaglia et al., 2007). Il tutto per tenere conto della presenza di imprese multinazionali “atipiche”. Attraverso investimenti diretti, come si vedrà più avanti nel lavoro, acquisiscono risorse anche immateriali, nei paesi industrializzati, per ampliare e diversificare le proprie competenze di base e competere su scala mondiale (Mathews, 2002, 2006).

2.1 Nuove strategie di investimento dei governi

Un aspetto interessante da approfondire riguarda il cambiamento di strategia che recentemente si sta delineando nella gestione dell'enorme liquidità accumulata presso i Paesi emergenti, ed in particolare dalla Cina, allo scopo di analizzarne gli effetti e le possibili prospettive. Dal tradizionale accumulo di riserve in valuta estera e di obbligazioni, prevalentemente pubbliche, si delinea un progressivo passaggio verso impieghi in fondi governativi di vario genere, con un'ottica di investimento di lungo termine (Wooldridge, 2006). Questo significa acquisizioni di quote rilevanti di azioni di imprese estere, sia in modo diretto e sia attraverso la partecipazione in società primarie di gestione finanziaria internazionale, con conseguenze importanti per gli equilibri dei mercati e dei rapporti economici e politici globali.

Nel confronto tra Paesi, risulta difficile quantificare la struttura delle riserve disponibili in funzione della destinazione, per l'eterogeneità dei criteri di classificazione e per la limitatezza delle informazioni disponibili (Truman, 2007). Da un punto di vista teorico, non vi è consenso circa i criteri per individuare il livello delle riserve da destinare al controllo del tasso di cambio, per una gestione ottimale del cambio stesso e della liquidità⁷, in linea con gli obiettivi di politica monetaria che, nel caso degli emergenti, consistono in genere nella neutralizzazione degli attacchi speculativi e nel contenimento delle tensioni inflazionistiche. Di conseguenza, è complicato ricavare con precisione l'eccesso destinabile ad impieghi di lungo termine (Aizenman, 2007; Jeanne, 2007). Certamente, tuttavia, maggiore è il livello di partenza delle riserve, maggiore la quota di *surplus* impiegabile in attività alternative. In pratica, dunque, la gestione governativa avviene per la maggior parte degli emergenti mantenendo una sostanziale continuità tra gli obiettivi valutari e di gestione obbligazionaria di breve periodo, e quelli di investimento di lungo termine, raffrontando benefici e costi delle due alternative. Il caso della Cina è emblematico in relazione a questo punto. La politica del cambio adottata ha prodotto un accumulo di riserve stimabile a fine 2007 ad un livello di circa il 40% del pil, cioè oltre 1,5 trilioni di \$. Tale elevato livello lascia spazio per una destinazione del *sur-*

plus commerciale diversa.

In questo ambito, assumono rilevanza i cosiddetti *sovereign wealth funds*, cioè gli strumenti governativi utilizzati per gestire i risparmi nazionali a scopo di investimento, con rendimenti maggiori rispetto a quanto tipicamente avviene per le riserve ufficiali. Non si tratta, di per sé, di un elemento di novità per lo scenario finanziario internazionale. La creazione di importanti SWFs ha avuto inizio fin dai primi anni '50⁸ ed è proseguita nel tempo, a fronte dell'aumento delle entrate di alcuni paesi ricchi di materie prime. Ciò che attualmente merita particolare interesse è il potenziale di influenza di tali fondi sul sistema economico internazionale, dovuto alla forte crescita, verificatasi in particolare dall'inizio degli anni 2000, sia in termini sia di numero, che di entità, ed all'affermarsi di un ruolo primario da parte dei Paesi emergenti. Soprattutto in termini di prospettiva, è prevedibile una loro forte crescita. In assenza di statistiche ufficiali, le stime disponibili indicano per un totale di circa 40 fondi un complesso di attività gestite nel 2007 compreso tra 1,9 e 2,9 trilioni di dollari (McCormick, 2007), mentre le previsioni sono per un raddoppio entro il 2010, fino a 12 trilioni di dollari per il 2015⁹. Si tratta di livelli chiaramente molto elevati, destinati ad assumere un peso rilevante nel sistema finanziario globale, nettamente superiore anche a quello degli *hedge funds*.

Pur presentandosi una certa eterogeneità di casi, la gestione tende ad avvenire in modo separato da altre attività sovrane e da quella delle imprese di proprietà pubblica. Il tutto nonostante si mantenga uno stretto controllo governativo sulle decisioni strategiche del Fondo, spesso realizzate in modo non trasparente.

I *Sovereign Wealth Funds* possono avere un duplice obiettivo: garantire un rendimento maggiore rispetto alla semplice detenzione di liquidità (e quindi assicurare una maggiore valorizzazione del surplus commerciale), oppure, in alternativa, effettuare investimenti ritenuti strategici per lo sviluppo del Paese. La mancanza di chiarezza in merito a quale dei due obiettivi venga prioritariamente perseguito è ben evidenziata negli impieghi dei Fondi cinesi, in particolare della *Central Huijin Investment Company*, di cui si tratterà nel seguito, e rappresenta una fonte di incertezza per i mercati finanziari.

L'utilizzo di fondi sovrani per finalità di sviluppo può assumere due forme diverse, a seconda della politica di cambio che si intende perseguire: investimenti in infrastrutture o spesa pubblica interna ed investimenti esteri.

Gli investimenti interni richiedono, in generale, la conversione delle riserve in valuta nazionale¹⁰, che di conseguenza si apprezza. Essi implicano quindi un cambiamento, almeno parziale, nella gestione della politica di cambio, e vengono assumendo crescente rilievo nelle strategie di gestione dell'attivo commerciale di Cina, India e Singapore. In Cina, la *Central Huijin Investment*

Company, finanziata con l'utilizzo di un ammontare di riserve stimato in circa 70 miliardi di dollari dal 2003 ad oggi, ha contribuito alla ricapitalizzazione delle quattro principali banche statali cinesi. Attualmente si prospetta (Truman, 2007) la ricapitalizzazione dell'*Agricultural Bank of China* e della *China Development Bank* da parte della *China Investment Corporation*, che è in procinto di assorbire la *Central Huijin Investment Company*. Anche il SWF di Singapore *Temasek* è impegnato in operazioni di sostegno agli investimenti interni mediante l'utilizzo di valuta accumulata.

Diverso è il caso degli investimenti esteri, che risultano, almeno nel breve periodo, compatibili con una politica di cambio volta ad incentivare la competitività delle esportazioni¹¹. Gli investimenti di portafoglio assumono un sempre crescente rilievo in Cina e a Singapore, e si concretizzano sia in partecipazioni azionarie, sia in interventi diretti nel segmento delle cartolarizzazioni e delle cessioni di crediti¹².

Le attività dei fondi sovrani nel settore bancario sembrano per ora ispirarsi a criteri di massimizzazione del rendimento del capitale. Non si può escludere, tuttavia, l'eventualità che, raggiungendo il controllo delle istituzioni finanziarie, i SWFs finalizzino la loro gestione allo sviluppo dei Paesi di origine più che al rendimento dell'attività, ispirandosi a criteri non di mercato.

Per quanto invece riguarda gli investimenti diretti esteri relativi a Cina e Singapore, è evidente il ruolo critico svolto dai fondi sovrani nel partecipare al capitale di imprese straniere. In genere, ci si concentra in settori strategici per l'economia nazionale, con finalità legate più alla realizzazione di una politica industriale di interesse nazionale che non a puri criteri di rendimento di mercato. Su questi aspetti si avrà modo di tornare più avanti nel lavoro.

2.2 *Sovereign Wealth Fund: alcuni aspetti critici*

Da un punto di vista strettamente finanziario, va tenuto presente che il passaggio a forme di investimento rischiose, connesso ai nuovi impieghi dei SWFs, genera una diminuzione della domanda di prodotti finanziari a basso rischio e conseguentemente un aumento dei relativi tassi di interesse¹³.

I fondi sovrani sono in genere circondati da diffidenza nei Paesi ricchi e nei mercati finanziari mondiali. Da un lato, è evidente che la liquidità dei Paesi emergenti sta influenzando positivamente sulla crisi americana dei mutui, limitandone i danni. Dall'altro lato, lo scarso livello di trasparenza dei SWFs¹⁴ genera preoccupazioni, per l'effetto negativo indotto sul livello di fiducia dei mercati e per le possibili distorsioni sui mercati finanziari globali. In particolare, risulta complicato capire i loro obiettivi e le loro strategie, e non è semplice individuare il punto di equilibrio fra le due esigenze, spesso non compatibili,

della massimizzazione del rendimento e dello sviluppo del Paese di origine. Le dimensioni dei singoli fondi (si veda la tabella in appendice) e l'entità delle singole operazioni di investimento sono tali da rendere necessario considerarne il potenziale impatto per la stabilità dei mercati finanziari. Se, da un lato, la natura di investimenti di lungo periodo con caratteristiche di tipo non speculativo può costituire un elemento positivo, dall'altro lato, va considerata la possibilità che una singola transazione, a seconda delle condizioni di mercato, possa indurre a comportamenti imitativi degli operatori, con conseguenti eccessi nei movimenti nei prezzi e negli scambi di attività finanziarie. Gli eventuali effetti di contagio potrebbero diffondersi su una scala più ampia, destabilizzando un settore o un'area del sistema finanziario.

A fronte di questi elementi di preoccupazione, l'attività dei SWFs può presentare alcuni vantaggi. Accanto alla caratteristica di un orizzonte temporale di investimento di lungo periodo, vi è la conseguente maggiore tolleranza al rischio d'impresa, con benefiche ricadute per la gestione delle imprese acquisite o partecipate. Quando la base del capitale investito diviene più stabile, l'impresa può più facilmente affrontare le problematiche connesse allo sviluppo della propria attività, senza eccessivi vincoli di *leverage*. Inoltre, in alcune situazioni di crisi o di difficoltà, una solida fonte di liquidità può essere estremamente importante.

Per concludere, va posta un'ultima riflessione. I SWFs sono fondi pubblici e la crescita del peso relativo della loro attività sul sistema economico reale implica, a livello globale, una modifica del difficile e tanto discusso limite dell'intervento pubblico nell'economia di mercato. La fase attuale è la risultante di un lungo processo di ridimensionamento del ruolo dello Stato in economia, che ha interessato la generalità dei Paesi avanzati, oltre che quelli in transizione. Questa nuova tendenza va chiaramente nella direzione opposta al concetto di economia di libero mercato, soggetta ad interventi minimi e senza effetti di distorsione. I SWFs non sono soggetti a rifinanziamento alle condizioni di mercato, come le altre fonti di finanziamento privato, o comunque non traggono origine da una attività di mercato, come un principio di parità di condizioni richiederebbe. Dopo il profondo sforzo verso la privatizzazione delle imprese precedentemente possedute dallo Stato, allo scopo di garantire una maggiore efficienza di gestione in un ampio contesto concorrenziale, risulta perlomeno contraddittorio il fatto che strumenti di investimento di proprietà pubblica, appartenenti a Paesi emergenti, acquisiscano quote azionarie importanti, fin anche di controllo, di imprese private.

Una giustificazione teorica può essere individuata nell'eventuale esigenza di correzione di potenziali fallimenti del mercato, rispetto ai servizi alla collettività, connessi all'attività dei fondi sovrani. Il primo servizio da considerare è

quello dichiarato, da almeno una parte dei fondi sovrani, cioè la stabilizzazione delle entrate dello Stato, in vari casi fortemente condizionate dalle vendite di materie prime. Se tale stabilità venisse posta come bene pubblico, non garantibile dal solo libero funzionamento del mercato, il timore per un ritorno ad una eccessiva invadenza pubblica nella gestione dell'economia risulterebbe ridimensionato. Il secondo aspetto riguarda la formazione e la gestione del risparmio nazionale, concepibile come servizio intergenerazionale. Se dal libero mercato non dovesse derivare un adeguato livello di risparmio per garantire un equilibrio tra le generazioni, tenendo anche conto che le fonti di molti flussi non sono inesauribili, si troverebbe un ulteriore elemento di giustificazione. Naturalmente, il tutto vale nell'ipotesi di efficienza nell'uso delle risorse e di mantenimento del principio base di massimizzazione del profitto nelle scelte di investimento.

Su questi aspetti gioca un ruolo fondamentale il rispetto di regole di trasparenza e di controllo sulla gestione dei fondi. In tali condizioni, dal lato delle imprese destinatarie dei flussi di investimento, risulta un servizio di sostegno alla formazione del capitale, che in altre circostanze potrebbe essere non disponibile, se non a costi maggiori.

3. DETERMINANTI E CONSEGUENZE DEI NUOVI FLUSSI DI INVESTIMENTO

L'abbondanza di risorse disponibili nei Paesi emergenti, ottenute tramite le fonti di cui si è trattato nel precedente paragrafo, costituisce il presupposto macroeconomico dei nuovi flussi. Il presente paragrafo sposta l'analisi sul piano microeconomico, concentrandosi sulle determinanti degli investimenti dal punto di vista delle imprese che li effettuano.

Lo scopo è di esaminare la relazione fra gli investimenti esteri e le variabili istituzionali. Queste comprendono sia le normative specifiche che incentivano (o sfavoriscono) gli investimenti nel Paese di origine o in quello di destinazione, sia l'insieme di "variabili di sistema" che, oltre a influenzare direttamente la competitività di un Paese, hanno un impatto significativo anche sulle scelte di investimento della nazione di origine e sull'attrattività dell'area di destinazione. Si tratta, ad esempio, della disciplina fiscale e di quella del mercato del lavoro, oppure, come si vedrà in seguito, dell'incidenza di norme restrittive della concorrenza (inversamente correlate al grado di liberalizzazione del mercato).

Più sinteticamente, verranno esaminate le ragioni economico-strutturali che spingono le imprese ad investire: si fa riferimento alla volontà di aprire nuovi mercati, della ricerca di risorse naturali, del perseguimento di maggiore efficienza, e, infine, dell'acquisizione di nuove tecnologie e conoscenze.

3.1. Le determinanti istituzionali dei flussi originati nei Paesi emergenti

Come sopra menzionato, i flussi di investimento sono influenzati dalle istituzioni dei Paesi coinvolti, sia di origine, sia di destinazione.

Considerando le variabili riferite al Paese da cui parte l'investimento, occorre analizzare il ruolo di quelle istituzioni (soprattutto misure di *policy*, ma anche regole, politiche e istituzioni informali) che influiscono direttamente sui benefici o sui costi dell'investimento stesso. Con l'eccezione delle politiche di apertura e di liberalizzazione degli scambi, la rilevanza di questa tipologia di fattori procede di pari passo con l'ampiezza della sfera di intervento pubblico nel Paese, o, per dirla à la Erdener e Shapiro (2005), con il peso delle relazioni personali nell'economia.

Le variabili del Paese d'origine possono alternativamente assumere la forma di incentivi oppure di disincentivi all'internazionalizzazione. Gli incentivi si articolano in: liberalizzazione degli scambi, accesso privilegiato alle materie prime e/o al capitale ed altre tipologie di sussidi, informazione ed interazione con le autorità locali, opportunità di assicurazione, reazioni delle imprese a prospettive di liberalizzazione e, infine, necessità di acquisizione di maggiore potere contrattuale in sede di decisioni di *policy*.

L'apertura completa degli scambi in uscita agevola chiaramente i processi di internazionalizzazione, evitando complessi percorsi autorizzativi. È adottata da un numero crescente di PVS, in particolare in America Latina, dove si segnalano, fra gli altri, Cile, Costa Rica e Messico e in Asia, dove spiccano Hong Kong, Singapore e gli Emirati Arabi Uniti (Unctad, 2006). Peraltro, nessuno dei due grandi investitori asiatici su cui si focalizza molta attenzione - la Cina e l'India - ha adottato una strategia di completa liberalizzazione.

Una politica di accesso privilegiato alle materie prime e al capitale, a favore di alcune imprese locali impegnate in operazioni di internazionalizzazione, è stata implementata in molti Paesi asiatici (Buckley et al., 2007). Il capitale a basso costo può essere fornito dallo Stato sia ad imprese statali, sia ad imprese private sussidiate (Warner et al., 2004), come accade in Cina, o in alternativa dal sistema bancario, per inefficienza oppure, come nel caso della Corea del Sud, in ottemperanza a precise disposizioni di *policy*.

Vari Paesi emergenti, in particolare asiatici, hanno implementato alcune tipologie di incentivi monetari e sussidi complementari o alternativi al prestito di capitale, a tassi agevolati. Essi si articolano in prestiti a fondo perduto, deduzioni e detrazioni fiscali, come nel caso della Malesia e, infine, interventi di co-finanziamento pubblico-privato in relazione ai nuovi investimenti, quali, ad esempio, l'*International Road Mapping program* implementato a Singapore. In quest'ultimo è previsto che un massimo del 70% del costo di progetti di

internazionalizzazione, di dimensioni ritenute rilevanti, possa essere sostenuto da un'agenzia pubblica, l'*International Enterprise Singapore* (Unctad, 2005b). La politica d'informazione é mirata essenzialmente agli investitori più piccoli e meno esperti, concentrata sugli scenari di investimento e sulle opportunità estere, mediante pubblicazioni, banche dati, statistiche e seminari. Attività di questo tipo vengono poste in essere in Malesia, Messico, Corea, Singapore e Thailandia. Infine, nelle aree in cui più consistenti sono gli investimenti esteri da uno stesso Paese d'origine, una presenza forte, in varie forme, delle istituzioni del Paese d'origine in quello di destinazione, si rivela di grande importanza, al fine di garantire un duplice obiettivo: un accesso formale al governo della zona, con le conseguenti opportunità di interazione, e la predisposizione di servizi comparabili a quelli del Paese di origine in alcuni settori essenziali (fra i quali educazione e sanità), con l'evidente finalità di aumentare l'attrazione della zona per le imprese del Paese di origine. Singapore, il Messico e la Corea, con i cosiddetti i-park, rappresentano tre esempi di Paesi che hanno realizzato queste "enclave" estere (Unctad, 2006).

Infine, uno strumento relativamente nuovo di promozione è rappresentato dai sistemi di assicurazione contro i rischi dell'investimento estero, in genere risultanti da una collaborazione fra organismi pubblici e imprese private. L'assicurazione può assumere diverse forme, da quelle più tradizionali, quali il fondo di assicurazione sull'export e la copertura contro il rischio di credito, tipiche, ad esempio, della legislazione coreana, a quelle più innovative, come quella contro il rischio politico, che può estrinsecarsi nel rischio di espropriazioni, guerre civili, o norme volte a limitare l'afflusso di capitali esteri. L'assicurazione contro il rischio politico, per le sue peculiarità, richiede la collaborazione dei governi o delle istituzioni internazionali; essa rappresenta un fenomeno recente e in costante crescita, come dimostra l'espansione di imprese e istituzioni dedite allo scopo (la principale delle quali è l'organizzazione internazionale "Unione di Berna"). È del tutto evidente che, a causa della correlazione fra profili di rischio e livello di ricchezza, la rilevanza dello strumento assicurativo aumenti per i flussi indirizzati verso altri PVS: infatti, è utilizzato dalla gran parte dei governi asiatici e dell'America Latina per promuovere gli investimenti diretti cosiddetti "Sud-Sud" (nelle quali i due Paesi di origine e destinazione sono entrambi PVS) originati nel proprio Paese.

La prospettiva di liberalizzazioni o di misure di maggiore apertura alla concorrenza in madre-patria si concretizza in un *driver* dell'investimento, nel momento in cui le imprese intraprendono un processo di internazionalizzazione per bilanciare la prevista diminuzione di profitti in patria, legata all'abbattimento delle rendite di posizione. L'espansione globale dell'impresa argentina di lavorazione dei metalli Techint e dell'impresa aeronautica Embraer in Cina

nel 2005 rappresentano, almeno in parte, una risposta alle aspettative di liberalizzazioni dei rispettivi settori di attività nel Paese di origine (Unctad, 2006). È plausibile che le imprese di alcuni settori strategici, attualmente non aperti alla concorrenza internazionale (ad esempio, quello dell'energia), di India e Cina si siano avventurate sulla stessa strada per analoghe motivazioni, anticipando un'evoluzione verso un mercato più aggressivo in madre-patria. Quando i dati risulteranno disponibili, potrà risultare interessante verificare statisticamente questa ipotesi.

Infine, l'investimento può nascere dall'esigenza, da parte delle imprese, di rafforzare il proprio potere contrattuale nei confronti dei *decision-maker* politici del Paese di origine, per godere di vantaggi, in termini di attribuzione delle risorse. L'obiettivo può essere raggiunto mediante un accrescimento di dimensioni, conseguito tramite investimenti internazionali. In un sistema, quale quello cinese, con un ruolo forte del settore pubblico ed un'intensa economia di relazione (Scott, 2002), questa motivazione può indubbiamente giocare un ruolo importante.

A completare il quadro dei fattori istituzionali che influenzano gli investimenti, figurano le politiche disincentivanti, che consistono in restrizioni, di varia natura e diversa importanza, all'investimento estero. In genere, sono espressioni di orientamenti ideologici particolarmente avversi al libero commercio o, in alternativa, di situazioni interne di sbilanciamento tali da suggerire prudenza nell'apertura al fine di evitare crisi valutarie oppure, infine, di preoccupazioni in merito alle possibili ricadute negative a livello occupazionale sul Paese di origine dell'investimento. Le politiche disincentivanti si differenziano non solo quanto a severità delle restrizioni, ma anche in termini di efficienza. Quest'ultima, a sua volta, dipende, da un lato, dalla snellezza delle procedure autorizzative e di notifica, dove esse sono previste, e più in generale dagli oneri burocratici (documentazioni e adempimenti) a carico dell'impresa che internazionalizza. Dall'altro lato, occorre considerare il livello di trasparenza, che in genere è direttamente proporzionale alla chiarezza delle regole e inversamente correlato allo spazio di arbitrarietà consentito all'azione politica o burocratica. La mancata trasparenza, oltre a generare incertezza nelle imprese, tende a favorire lo sviluppo di fenomeni di corruzione (Tanzi, 1998).

A livello di implementazione, le restrizioni e la natura dei controlli variano a seconda dei Paesi. Al 2005 poco più del 60% dei PVS adottava controlli sugli investimenti attivi - fondati su limiti all'esportazione di capitali e valuta - con prevalenza dei Paesi africani ma con una tendenza in crescita anche per il Sud America ed i Caraibi. Per quanto soltanto Nepal e Sierra Leone proibiscono del tutto gli investimenti in uscita, più di 40 Paesi richiedono un'autorizzazione, una licenza o un'approvazione preventiva da parte della Banca Centrale o del

Ministero dell'Economia, come nel caso della Cina. In alcuni Paesi, l'autorizzazione preventiva è richiesta solo per taluni settori - ad esempio in Corea per le attività bancarie ed assicurative - oppure - come nel caso del Sud Africa - soltanto per investimenti di ammontare così rilevante da essere in grado di danneggiare la bilancia commerciale del Paese. Infine, alcuni Paesi - Serbia e Vietnam - impongono il sistematico rimpatrio dei profitti da capitale (Unctad, 2006).

A conclusione di questa sezione, è bene osservare come l'utilizzo combinato di alcune delle misure di *policy* sopra descritte possa portare anche ad incentivare investimenti in alcuni settori piuttosto che in altri, di fatto distorcendo le scelte dei settori di investimento rispetto a quelle che prevarrebbero in un sistema di mercato (questo è il caso, ad esempio, delle politiche di internazionalizzazione seguite dal governo cinese, di cui si tratterà più diffusamente di seguito, nel lavoro). Come osservano Buckley et al. (2007), infatti, una procedura complessa di autorizzazione agli investimenti, unita a sussidi o a forme di prestiti statali a tasso agevolato, subordinati al fatto che l'investimento soddisfi alcuni requisiti settoriali o geografici stabiliti dal Governo, è in grado di orientare gli investimenti verso i settori ritenuti strategici a livello politico.

Se le variabili istituzionali riferite alle nazioni di origine incidono sulla scelta di intraprendere un investimento estero, quelle collegate ai Paesi di destinazione influiscono in modo significativo sulla loro capacità di attrazione.

La ricerca di un territorio competitivo per alcuni particolari aspetti può essere alla base sia dei flussi tradizionali dai Paesi sviluppati agli emergenti sia dei nuovi flussi originati negli emergenti e diretti ad altri PVS o verso economie ricche: le imprese che investono nei PVS possono trovare, ad esempio, legislazioni fiscali più favorevoli, mercati del lavoro più flessibili, o sistemi caratterizzati da un minor grado di adempimenti burocratici per le imprese. D'altra parte, quelle imprese delle nazioni emergenti che considerano l'investimento nei Paesi sviluppati possono essere attratte da una serie di vantaggi competitivi istituzionali, collegati alla certezza normativa e alla fluidità del sistema dei contratti, che vengono qui di seguito analizzati.

In primo luogo, i Paesi sviluppati offrono in linea generale certezza e trasferibilità dei diritti di proprietà. Quest'elemento può assumere un particolare rilievo in considerazione della possibilità di un loro utilizzo in qualità di collaterale per il credito: in caso di scarsità di capitali (che può rappresentare un problema per i Paesi emergenti, ad eccezione, come in precedenza illustrato, della Cina), si tratta di una condizione necessaria per l'effettuazione degli investimenti (Besley, 1995). Inoltre, quando l'investitore proviene da un Paese in cui i diritti di proprietà non sono adeguatamente tutelati, l'investimento rappresenta altresì una modalità di diversificazione del rischio. In secondo luogo, la

migliore tutela dei diritti di proprietà intellettuale nei Paesi sviluppati consente di attrarre capitale umano qualificato e di intraprendere investimenti in ricerca e sviluppo ed innovazione, che nei Paesi emergenti correrebbero invece il rischio di espropriazione (Mansfeld, 1994). Infine, il buon livello di *enforcement* dei contratti e l'esistenza di sistemi di risoluzione delle controversie efficaci ad un costo ragionevole facilita le transazioni e rende il Paese attraente anche per quelle imprese inserite nelle catene di fornitura internazionali, nell'ambito delle quali rappresentano anelli indispensabili.

Accanto ai fattori generali di competitività, si possono individuare, nel periodo recente, sviluppi di politiche specifiche da parte dei Paesi ricchi mirate all'attrazione di imprese dei Paesi emergenti. Si tratta, in particolare, della creazione di apposite agenzie o della stipula di accordi bilaterali con Paesi emergenti.

Le istituzioni informali dei potenziali Paesi *target* rappresentano elementi fondamentali nella scelta di investimento. Gli investimenti dovrebbero essere tanto maggiori quanto più è garantita, nei Paesi *target*, la parità di trattamento, sia formale sia sostanziale, fra le imprese interne e le multinazionali, dai punti di vista fiscale, di politica industriale, di incentivi, e di possibilità di partecipazione ad aste pubbliche. Inoltre, quanto più le procedure decisionali collettive sono ispirate a criteri definiti e trasparenti, tanto più agevole sarà la permanenza sul territorio di multinazionali straniere, che potrebbero, al contrario, trovare difficoltà, in quanto *outsider*, nel caso di procedure opache ed arbitrarie.

Infine, occorre menzionare le politiche disincentivanti messe in atto dai Paesi ricchi e finalizzate alla restrizione dei flussi in entrata, anche se non specificamente e formalmente legate agli investimenti diretti stessi. Esempi sono rappresentati dalle norme (adottate in vari Paesi, fra cui l'Italia) che complicano l'ottenimento di visti e autorizzazioni di ingresso per il personale dei Paesi emergenti investitori.

Una delle ragioni per cui l'Italia non brilla nell'attrazione degli investimenti da parte dei Paesi emergenti (si veda a tal proposito la tabella 6) può forse essere individuata nei suoi svantaggi comparati, rispetto a molti altri Paesi sviluppati, in termini di competitività del territorio, in riferimento in particolare alle sopra menzionate variabili.

3.2. *Le determinanti economiche dei flussi*

Alle variabili istituzionali, esaminate nel precedente paragrafo, si affiancano le determinanti economico-strutturali, una cui breve trattazione, sempre in riferimento ai nuovi flussi originati nei Paesi emergenti, è l'oggetto di questo paragrafo¹⁵.

I fattori prettamente economici strutturali possono essere sintetizzati nei quattro seguenti: l'apertura di nuovi mercati, la ricerca di risorse naturali, il perseguimento di maggiore efficienza, l'acquisizione di nuove tecnologie e conoscenze.

La volontà di proporsi su nuovi mercati è probabilmente la motivazione più frequente per gli investimenti dei Paesi emergenti. Secondo i questionari somministrati dall'Unctad, e riportati nel *World Investment Report 2006*, esso sembra essere il fattore più comune nei casi di internazionalizzazione di industrie di servizi, in particolare finanza, trasporti e comunicazione, e, nell'ambito del settore manifatturiero, per i segmenti chimico e alimentare.

La recente tendenza degli investimenti a concentrarsi sulle *commodity*, in seguito al loro incremento di prezzo, induce a considerare il crescente rilievo della motivazione legata all'accesso alle materie prime. Come intuitivamente plausibile, sono in particolare i Paesi con minori dotazioni naturali in relazione al loro fabbisogno a cercare questo tipo di investimenti: in particolare per la Cina l'acquisizione di risorse naturali rappresenta la principale motivazione d'investimento (Buckley et al. 2007). La ricerca delle risorse orienta i flussi di investimento originati nei Paesi emergenti verso altri PVS, cioè Paesi nei quali la dotazione di risorse naturali è più abbondante.

Le imprese dei Paesi emergenti tendono poi ad investire in altri PVS, con l'obiettivo di conseguire incrementi di efficienza legati alternativamente o a sinergie, con economie di scala e/o di diversificazione, oppure alla ricerca di basso costo del lavoro. Alla riduzione del costo del lavoro possono essere addebitati, fra gli altri, i recenti flussi in uscita da Malesia, Corea, Singapore e dalle isole Mauritius. Si tratta di Paesi prevalentemente orientati su produzioni che non richiedono particolare specializzazione della forza lavoro (ad esempio, tessile ed abbigliamento), e che hanno recentemente subito un notevole innalzamento del costo del lavoro. La ricerca di sinergie emerge come particolarmente importante nei Paesi a bassa densità abitativa. Non sembra, invece, sulla base dei dati disponibili, che la motivazione di efficienza rivesta una particolare importanza per gli investimenti di Cina e India (Buckley et al., 2007).

Il *driver* tecnologico riguarda in modo particolare i settori *high tech* nei comparti dei servizi e manifatturiero. Rappresenta un fattore molto significativo per quei Paesi, fra cui la Cina, che stanno attraversando una fase di veloce sviluppo e stanno tentando di collocarsi sulla frontiera tecnologica. Senz'altro, questa motivazione assume un rilievo particolare nell'ambito dei nuovi flussi dai PVS a quelli ricchi, dotati di adeguate capacità competitive in termini di ricerca e sviluppo, nonché, come precedentemente menzionato, di istituzioni che tutelano la proprietà intellettuale¹⁶.

3.3. Le conseguenze degli investimenti e la reazione dei Paesi target

Anche nel trattare delle conseguenze dei nuovi flussi di investimento, occorre differenziare fra l'impatto economico-strutturale e quello istituzionale.

In riferimento agli effetti economici-strutturali delle acquisizioni, la letteratura non ha fornito risposte certe, né evidenze empiriche univoche (Lipsey e Sjöholm, 2005)¹⁷. Riassumendo le conclusioni dei numerosi contributi sul tema, è possibile affermare che le conseguenze sui Paesi *target* varino in modo significativo a seconda sia della tipologia di investimento sia del Paese che lo ospita (Dunning, 1993). In particolare, per i flussi originati dai Paesi emergenti e indirizzati a Paesi ricchi, resta valido il principio in base al quale il Paese ricco trae benefici dall'investimento, se è in grado di cogliere gli *spillover* positivi potenzialmente generati dall'investimento. Mancano, tuttavia, al momento, una teoria e un'analisi empirica soddisfacenti in grado di classificare le tipologie di *spillover* indotti dai nuovi flussi e di quantificarne l'impatto, nonché una valutazione complessiva dell'effetto dei nuovi flussi sui livelli di crescita e di occupazione dei Paesi sviluppati.

Muovendo invece all'analisi istituzionale, è possibile individuare una conseguenza positiva rilevante, limitata ai flussi da Paesi emergenti verso quelli ricchi, nella necessità di riconsiderare in questi ultimi gli schemi per le procedure di decisione collettiva, cioè in tutta quella serie di attività che richiedono la supervisione dell'autorità pubblica (e in generale anche il coinvolgimento dei cittadini). Infatti, come già menzionato nel corso del paragrafo precedente, gli investitori dei Paesi emergenti generano una diversità culturale tale da richiedere una riduzione al minimo dei rapporti informali nell'ambito della pubblica amministrazione, e quindi il ricorso a forme sempre più trasparenti e standardizzate di decisione collettiva.

La mancanza di condivisione sugli effetti degli investimenti sui Paesi *target* nella letteratura economica si riflette anche nella diversità di percezione dei loro effetti (e dunque nella diversità di reazioni) nel mondo politico e sociale. Da una parte, si sottolineano le ricadute positive degli investimenti, specie quando questi contribuiscono a rivitalizzare aree o settori in crisi o a potenziare attività in espansione. Dall'altra, si evidenziano i potenziali rischi. Questi sono riferiti sia al mercato del lavoro, in relazione al quale si teme che gli investimenti esteri possano generare flessioni nei livelli occupazionali, in modo più spiccato nei ruoli decisionali e direttivi, che verrebbero affidati a personale di nazionalità dell'impresa investitrice, sia alla volontà di salvaguardare *asset* nazionali e risorse ritenute strategiche.

Le preoccupazioni si traducono talvolta in normative che limitano il libero accesso dei capitali, anche nei Paesi sviluppati. Al momento, Francia,

Germania, Giappone, Stati Uniti e Polonia mantengono limitazioni formali, motivate in generale da ragioni di sicurezza nazionale, o dalla valenza ritenuta strategica di alcuni settori (Unctad, 2006). Altri Paesi, tuttavia, impongono limiti discrezionali e non istituzionalizzati, come mostra il caso del mancato assenso alla proposta acquisizione di Telecom Italia, da parte della cordata formata dalla statunitense AT&T e dalla messicana America Movil, o, in alternativa, utilizzano vie “anomale”, quali le difficoltà di accesso a visti e autorizzazioni d’ingresso, dei quali si è trattato in precedenza. Tuttavia, nella maggior parte dei casi, i governi europei valutano i benefici come più rilevanti dei costi, e di conseguenza non solo non ostacolano gli investimenti dei Paesi emergenti in Europa, ma anzi cercano di incentivarli mediante politiche specifiche di attrazione. A questi aspetti è dedicata l’analisi che segue.

4. LA POLITICA DI INVESTIMENTO ALL’ESTERO DELLA CINA

Come si è visto nei paragrafi precedenti, l’espansione all’estero dei nuovi Paesi investitori globali è guidata da vari fattori che, insieme alla spinta delle singole imprese alla ricerca di affermazione internazionale, fanno sí che valori crescenti di IDE si indirizzino sia verso il Sud del mondo, sia verso i paesi industrializzati. A fronte dei miglioramenti di competitività, ricercati dalle *multinational enterprises* (MNE) per contagio ed assorbimento dalle imprese occidentali, la nuova dimensione transnazionale dei Paesi emergenti provoca importanti e positive ricadute anche in madre patria. In questo senso, il crescente ruolo dei *developing countries* nei flussi mondiali di IDE va letto in parallelo alle riforme intraprese dai relativi Governi e volte a favorire la globalizzazione delle imprese domestiche (Sauvant, 2005; Unctad, 2007). La Cina è probabilmente l’esempio più eclatante di quanto sta accadendo in diverse aree, soprattutto dell’Asia, in cui utilizzando molteplici misure di sostegno, tra cui servizi di informazione e di ricerca partner, incentivi finanziari e fiscali, coperture assicurative, assistenza consulenziale, si incoraggiano le proprie imprese ad investire all’estero. Di seguito ci si sofferma proprio sul caso cinese e sulla cosiddetta politica del *Go Global*, per cercare di coglierne le caratteristiche distintive e concentrare poi l’attenzione sull’impatto che la stessa sta avendo in ambito sia europeo, sia italiano.

Il *Go Global*, fortemente intensificato e divenuto centrale nell’XI Piano Quinquennale (2006-2010), è frutto di un ampio programma, avviato già alla fine degli anni ’70 e caratterizzato da gradualità e sperimentazioni (Bellabona, Spigarelli 2006b). Se inizialmente l’obiettivo principale perseguito dalle Autorità cinesi nell’apertura all’estero delle imprese domestiche era legato alla necessità di acquisire visibilità politica ed economica, successivamente sono divenuti via via più importanti fattori economico-commerciali, unitamente a

motivazioni di riequilibrio della posizione netta verso l'estero (Otani 2005; Williamson 2005; Palley 2006). In questa logica, i mercati asiatici prossimi alla Cina hanno costituito il primo target di espansione e parallelamente, si è avviata la ricerca, soprattutto in America Latina ed Africa, di risorse naturali per sostenere la crescita interna. Successivamente, si è stimolata la penetrazione in nuovi mercati di sbocco, anche mirando ai paesi occidentali. Recentemente, invece, si è passati alla conquista di risorse ad alto valore aggiunto (marchi, conoscenze, tecnologie) per consentire una rapida crescita qualitativa dell'industria cinese nel mondo (Zhang, 2005b; Unctad, 2007)¹⁸. E' proprio per questo che aree come l'Europa o il Nord America sono divenute mete sempre più strategiche dei processi di internazionalizzazione.

A fronte di questa "maturazione" di interessi, anche il ruolo del Governo è mutato: da mero responsabile dell'approvazione dei progetti, esso si è fatto promotore di servizi di informazione ed assistenza, oltre che di incentivi, semplificazione amministrativa, riduzione del rischio di investimento.

Rispetto agli sforzi compiuti dalle Autorità negli ultimi decenni, l'esame dei dati disponibili colloca la Cina in posizione ancora non di primo piano tra gli investitori globali, ma in forte espansione. Essa assorbe il 2,72% dei flussi mondiali e lo 0,85% dei valori stock (Unctad, 2006). Ciò che risulta assolutamente interessante è il tasso di incremento, deciso e costante, degli OFDI. Si consideri che mentre per il periodo 1985-1995 le statistiche riportano flussi di investimento pari a 1,59 mld \$ e stock per 15,80 mld \$, gli OFDI non finanziari hanno raggiunto a fine 2006 i 75 mld \$, in stock, con un incremento di oltre il 30% sul 2005 (Tab. 1).

Anche in termini di destinazioni emergono segnali importanti di cambiamento: cresce il peso dell'America Latina e dell'Africa, con un progressivo ridimensionamento dell'Asia¹⁹, tuttora area predominante per gli OFDI. Si espande, invece, la presenza in Europa. E' proprio alla situazione del Continente europeo che viene dedicato il paragrafo seguente.

Tab. 1 – OFDI cinesi all'estero, 2003-2006

Area di destinazione	2003	2004	2005	2006
Asia	80%	75%	72%	64%
Africa	1%	2%	3%	3%
Europa	1%	2%	2%	3%
America Latina	14%	18%	20%	26%
Nord America	2%	2%	2%	2%
Oceania	1%	1%	1%	1%
Tot.	100%	100%	100%	100%
Valore (mln US \$)	33.222,19	44.777,27	57.205,63	75.025,84

Fonte: Elaborazioni proprie su dati Mofcom, 2007, pp. 58-63

4.1 Un quadro sulla situazione europea

Come anticipato, i flussi di investimento cinesi nel 2006 verso l'Europa non rappresentano che il 3% degli OFDI non finanziari cinesi all'estero (Mofcom, 2007) ed impegnano, al 2003, il 5,8% delle imprese transnazionali cinesi (Wu, 2005). Il trend è comunque in crescita.

Anche restringendo l'analisi alle sole operazioni di M&A, l'Europa non figura ancora tra le destinazioni privilegiate dalle imprese cinesi (Tab. 2). Asia e Nord America si sono contese, fino al 2005, quasi il 90% dei flussi ed il 75% del numero di iniziative realizzate. Ciò sembra una diretta conseguenza della preminente ricerca, nelle fasi di avvio del *Go Global*, di materie prime e fonti energetiche: 46% delle risorse investite nel 2005 (Lunding, 2006, pp. 2, 7).

Tab. 2 – Operazioni di M&A cinesi all'estero

Area geografica di destinazione	M&A 1999-2005 (II trim.)		Settori coinvolti	Valore investito (2005)
	Valore offerta	N. operazioni		
Asia	25 %	38 %	Risorse naturali	46%
America Latina	1 %	2 %	High tech	33%
Nord America	66 %	37 %	Telcom	11%
Europa UE	1 %	13 %	Attività industriali	7%
Est Europa	6 %	6 %	Servizi finanziari	1%
Africa	1 %	4 %	Altri settori	2%
Totale	100%	100%	Totale	100%

Fonte: Schuller, Turner, 2005; Lunding, 2006, p. 9

Per poter cogliere la portata dell'azione d'investimento cinese in Europa, è sicuramente utile raffrontarne i dati disponibili sulla Cina con quelli relativi agli altri paesi emergenti ed ai Brics, in particolare, sempre in Europa.

Tab. 3 – Flussi d'investimento verso i paesi EU-25 dall'area dei Brics (MLN di €)

	2001	2002	2003	2004	2005
Tot. investimenti da aree extra UE	145.867	126.567	123.541	53.072	94.149
di cui da "Bric"	11.975	4.240	2.167	8.812	11.287
▪ Brasile	1.023	599	-878	4.014	5.488
▪ Russia	752	342	704	196	4107
▪ India	108	133	615	1	220
▪ Hong Kong	9.545	2.925	1.436	4.748	1.071
▪ Cina	547	241	290	- 147	401

Fonte: Petridou, 2007, p. 3 su dati Eurostat

I dati sugli IDE verso l'Europa, rilevati dall'Eurostat (Tab. 3), rivelano come dal 2001 al 2005 l'afflusso di risorse dai paesi Brics sia stato fortemente altalenante, con una contrazione netta nel 2002-2003 ed una ripresa nel biennio successivo. Un forte calo ha contraddistinto gli IDE da Hong Kong, area che ha ridotto da dieci a uno i miliardi di euro investiti nel periodo considerato. La Cina stessa, secondo questi dati, è stata caratterizzata da una forte oscillazione,

con una contrazione notevole fino al 2004 ed una ripresa nel 2005.

In ogni modo, i dati Eurostat per la loro modalità e metodologia di raccolta²⁰ non possono essere considerati esaustivi e pienamente rappresentativi del fenomeno. Per poter avere una mappatura più completa dello stesso è necessario far ricorso ad altre fonti.

Un primo set di dati utili riguarda i nuovi progetti di investimento *greenfield* realizzati in Europa, tra il 2004 ed il 2006. La Tab. 4 mostra come l'intera area asiatica abbia fortemente incrementato il proprio ruolo di investitore in Europa negli ultimi anni. Nel periodo considerato, l'Asia ha rappresentato la seconda area geografica per importanza in Europa, relativamente al numero di posti di lavoro creati attraverso investimenti *greenfield*, dopo gli Stati Uniti. Il contributo che la Cina sta offrendo in questo processo è crescente. Il Paese è passato dalla ventisettesima posizione nella classifica degli investitori nel vecchio Continente, del triennio 2001-2003, alla sedicesima del periodo 2004-2006. Il suo ruolo appare rilevante anche se confrontato con progetti e posti di lavoro attivati dalle altre economie Brics (195 e 10.324 rispettivamente).

Tab. 4 – Origine progetti d'investimento *greenfield* in Europa, tra il 2004 ed il 2006 (III trim.)

Paese d'origine	N. progetti	Posti di lavoro annunciati	Ranking '04-'06 (e '01-'03)
Stati Uniti	2.081	145.227	1 (2)
Germania	1.040	93.259	2 (1)
Francia	585	46.745	3 (4)
UK	483	41.699	4 (5)
Giappone	422	39.201	5 (3)
Corea del Sud	90	35.180	6 (13)
Svezia	259	25.558	7 (9)
India	126	7.879	15 (23)
Cina continentale	92	7.334	16 (27)
Taiwan	54	6.345	18 (8)
Singapore	28	4.085	20 (17)
Brasile	24	1.895	24 (26)
Hong Kong	24	1.431	27 (28)
Russia	45	550	32 (29)
Messico	9	180	33 (25)
Sud Africa	6	60	34 (34)
<i>Totale paesi</i>	<i>7.464</i>	<i>589.565</i>	-
<i>di cui Asia</i>	<i>836</i>	<i>101.455</i>	-
<i>di cui Brasile, Russia, India</i>	<i>195</i>	<i>10.324</i>	-

Fonte: Elaborazione propria su dati AFII, 2007, p. 4

Altro dato interessante è proposto nella Tab. 5, in cui sono riportati il numero d'iniziative d'investimento e la relativa crescita attesa di occupazione, limitatamente alle operazioni di creazione o estensione di siti industriali/commerciali o di acquisizione di imprese in difficoltà²¹. Come si può notare, il peso degli investimenti cinesi, sia per numero di operazioni, sia per posti di lavoro attesi, è di assoluto rilievo e preminente rispetto al complesso delle iniziative realizzate dalle altre economie emergenti.

Tab. 5 – Investimenti (*) cinesi e Brics in Europa, tra il 2002 ed il 2006 (III trim.)

	Cina		Brasile, India, Russia	
	Numero iniziative d'investimento	Posti di lavoro attesi	Numero iniziative d'investimento	Posti di lavoro attesi
<i>Totale</i>	114	8.257	259	13.075
di cui in Est Europa	27	2.588	51	6.255
di cui in Europa occidentale	87	5.669	208	6.820

Fonte: Elaborazioni proprie su dati AFII, 2007

(*) Il dato si riferisce alle sole operazioni di creazione o estensione di siti industriali/commerciali e all'acquisizione di imprese in difficoltà

Osservando la situazione nei singoli paesi europei, è interessante rilevare come le iniziative cinesi si siano consolidate, ad oggi, soprattutto con i partner storici, quelli che hanno per primi investito in Cina direttamente con le proprie imprese e che hanno da tempo avviato rapporti bilaterali preferenziali (Tab. 6).

Tab. 6 – OFDI cinesi in Europa, 2003-2006 (valori stock in mln US \$)

Paese Europeo	2003	2004	2005	2006	% 2006
Austria	0,7	0,7	0,07	0,32	0,03%
Belgio	0,41	1,64	2,34	2,67	0,21%
Bulgaria	0,6	1,46	2,99	4,74	0,37%
Cipro	n.d.	n.d.	1,06	1,06	0,08%
Repubblica Ceca	0,33	1,11	1,38	14,67	1,15%
Danimarca	74,43	67,2	96,59	36,48	2,86%
Estonia	n.d.	n.d.	1,26	1,26	0,10%
Finlandia	n.d.	n.d.	0,9	0,93	0,07%
Francia	13,12	21,68	33,82	44,88	3,52%
Germania	83,61	129,21	268,35	472,03	37,05%
Grecia	n.d.	0,35	0,35	0,35	0,03%
Hungaria	5,43	5,42	2,81	53,65	4,21%
Irlanda	0,24	0,04	0,04	25,3	1,99%
Italia	19,18	20,84	21,6	74,41	5,84%
Lettonia	1,61	1,61	1,61	2,31	0,18%
Lituania	n.d.	n.d.	3,93	3,93	0,31%
Lussemburgo	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	
Malta	0,37	0,37	1,37	1,37	0,11%
Paesi Bassi	5,9	8,97	14,95	20,43	1,60%
Polonia	2,72	2,87	12,39	87,18	6,84%
Portogallo	0,2	0,2	n.d.	0,2	0,02%
Romania	29,75	31,1	39,43	65,63	5,15%
Repubblica Slovacca	0,1	0,1	0,1	0,1	0,01%
Slovenia	n.d.	n.d.	0,12	1,4	0,11%
Spagna	101,81	127,67	130,12	136,72	10,73%
Svezia	6,07	6,44	22,46	20,02	1,57%
Regno Unito	75,15	108,46	107,97	201,87	15,85%
<i>Totale</i>	<i>421,73</i>	<i>537,44</i>	<i>768,01</i>	<i>1273,91</i>	<i>100,00%</i>

Fonte: Elaborazioni proprie su dati Mofcom, 2007, pp. 58-63; 70

In questo senso, è la Germania attualmente a rappresentare il principale partner per gli investimenti (37,05% degli OFDI cinesi in Europa), seguita da Gran Bretagna (15,85%) e Spagna (10,73%).

In Germania, oltre alla logistica ed alle infrastrutture, è particolarmente numerosa la presenza cinese nei settori ad alta intensità tecnologica. Con riferimento specifico al contesto britannico, invece, Londra è divenuta, per la sua posizione geografica e la sua offerta finanziaria avanzata, un importante centro d'investimento, una sorta di *hub* di servizi finanziari e logistici attraverso cui accedere al vasto mercato europeo.

La Spagna, grazie ad una forte politica di attrazione, è un'importante meta per investimenti nei settori immobiliare, del turismo, oltre che nelle telecomunicazioni. Il crescente interesse verso le industrie *high tech*, tipicamente telecomunicazioni ed elettronica, spiega invece l'espansione cinese nei Paesi del Nord Europa (Svezia, in particolare).

La tabella 7 riporta informazioni sintetiche sulle relazioni tra la Cina ed alcune destinazioni privilegiate d'investimento in Europa²².

Tab. 7 – I principali paesi di destinazione degli OFDI cinesi²³

Germania
I settori maggiormente interessati dagli investimenti cinesi sono: biotecnologia (Bavaria); trasformazione alimentare (Bavaria); industria high-tech (Amburgo e Bavaria); automotive (Amburgo); logistica e commercio (Amburgo, Colonia); elettronica (Amburgo). Gli investitori principali sono imprese manifatturiere (27%), di servizi commerciali (14%), di commercio (10%) e di costruzioni (11%). Circa il 18% degli investimenti annui coinvolge operazioni di acquisizione e fusione. Sia il governo tedesco sia quello cinese stanno attivamente incoraggiando, in modo coordinato e con provvedimenti ad hoc, le imprese cinesi ad investire in Germania, soprattutto nell'area est.
Gran Bretagna
I settori maggiormente interessati dagli investimenti cinesi sono: servizi finanziari e di business; manifatturiero, tipicamente automotive; trasporti e comunicazioni; ricerca e sviluppo. La destinazione preferita è Londra, che dal 2002 ha attirato il 15% di tutti gli OFDI cinesi in Europa. Il governo britannico ha avviato da tempo accordi bilaterali per incentivare gli investitori cinesi.
Spagna
I settori in cui è più forte la presenza di investimenti cinesi sono: tessile; pesca; turismo; immobiliare; IT e telecomunicazioni. L'area geografica a maggiore concentrazione cinese, sia per investimenti diretti, sia per popolazione residente, è la Catalogna. Il governo spagnolo ha avviato già dalla fine degli anni '70 accordi bilaterali volti a promuovere collaborazioni economiche. Nel 1992 è stato siglato l'accordo per gli investimenti reciproci.
Svezia
I settori maggiormente interessati dagli investimenti cinesi sono: industria high tech; elettronica e microelettronica; telecomunicazioni; automotive; ricerca e sviluppo; bioenergia; farmaceutica e medicina. Le destinazioni preferite sono: Stoccolma, Goteborg, Kista (per i settori high tech, elettronica, ricerca e sviluppo); Härjedalen, Enköping, Sveg (per bioenergia e farmaceutica); Overkalix (per le altre attività manifatturiere). Il governo svedese è stato uno tra i primi in Europa ad avviare rapporti istituzionali per accordi bilaterali, volti ad attrarre investimenti dalla Cina. Quest'ultima è interessata tipicamente al trasferimento tecnologico ed all'acquisizione di conoscenze in settori evoluti.
Francia
I settori maggiormente interessati dagli investimenti cinesi sono: energia; automotive; chimica; elettronica; trasformazione alimentare; R&D, specialmente nel settore dell'energia nucleare e nell'aerospazio. Nel periodo 2002-2006 la Francia ha attirato il 19% delle risorse investite in Europa da imprese cinesi. Il governo francese ha siglato specifici accordi per accogliere le imprese cinesi, soprattutto per il trasferimento tecnologico in campo energetico.

Nel complesso, ciò che emerge in questa ricostruzione dell'impatto in Europa della nuova dimensione transnazionale dell'economia cinese è l'espansione, negli ultimi 5 anni, delle operazioni di investimento (Afii, 2007, p. 5). Nel ten-

tativo di impossessarsi rapidamente di tecnologie, competenze e conoscenze, marchi, le iniziative di fusione, acquisizione, investimento diretto sono state caratterizzate da ritmi di espansione apprezzabili. A fronte dei numeri non ancora rilevanti raggiunti dalla Cina in Europa, gli analisti si attendono una forte accelerazione, di pari passo con l'evoluzione della stessa filosofia del *Go Global* (Bellabona, Spigarelli, 2006b; Cieniewski 2007). Rispetto agli altri paesi emergenti, Brics in particolare, la Cina è vista come l'area che offre le maggiori potenzialità di crescita, tanto è che si stima che i suoi investimenti in Europa triplicheranno nei prossimi cinque anni (Afi 2007, p. 11). Le stesse intense attività di collaborazione, avviate dal Governo cinese su scala bilaterale in tutta Europa²⁴, fanno prevedere un'accelerazione netta dei progetti e delle iniziative di investimento, non solo nei settori industriali tradizionali.

4.2 Gli investimenti cinesi in Italia

Come per l'Europa, l'analisi del contesto italiano rivela che, ad oggi, gli afflussi di risorse cinesi hanno un peso trascurabile, soprattutto in comparazione al totale degli investimenti dal resto del mondo: 0,01% nel 2005 (Bellabona, Spigarelli 2006a). Anche rispetto agli altri Paesi asiatici, il ruolo della Cina è decisamente minoritario: essa fa affluire in Italia il 2,9% delle risorse provenienti dall'Asia. Tuttavia, negli ultimi anni il trend di investimento è in espansione: nel 2006 l'Italia ha assorbito il 5,84% degli OFDI cinesi, collocandosi al quinto posto nel ranking delle destinazioni europee.

Secondo i dati dell'Ufficio Italiano Cambi, in sei anni gli investimenti in Italia sono aumentati del 522% e nel solo ultimo anno risultano più che raddoppiati (Spigarelli, 2008).

Per meglio comprendere la situazione degli investimenti nella penisola, è significativo esaminare i dati relativi alle imprese cinesi presenti nel Paese. L'analisi è resa possibile dall'integrazione di diverse fonti: Sviluppo Italia, su dati Reprint; Camera di Commercio Cinese per la Promozione Internazionale; stampa economica specialistica. Pur non avendo la certezza di riuscire ad ottenere un quadro completo del fenomeno, è comunque possibile percepirne la portata²⁵, andando a censire le società italiane partecipate direttamente da soggetti cinesi²⁶, sia costituite ex novo in Italia (investimenti *greenfield*, anche nella formula della *joint venture*), sia controllate a seguito di operazione di acquisizione di imprese italiane preesistenti (investimento *non greenfield*).

La mappa che ne deriva evidenzia, ad oggi, la presenza in Italia di 26 società con soggetto proprietario o comproprietario cinese (Tab. 8), per un fatturato annuo complessivo di 750 milioni di € e 1.243 dipendenti²⁷. Si tratta in prevalenza di unità costituite ex novo quali iniziative *greenfield*, localizzate nel Nord

Italia. Tendono a crescere, soprattutto nell'ultimo anno, le acquisizioni di imprese di piccole e medie dimensioni, appartenenti a comparti produttivi molto diversi. Ciò è confermato dal fatto che, mediamente, il fatturato aziendale delle unità cinesi in Italia è di 28 milioni di € ed i dipendenti 46 (Ridella, 2007)²⁸.

Tab. 8 – Le imprese cinesi in Italia

Unità italiana	Attività svolta	Impresa-madre cinese
Trasporti e logistica		
Air China	Rappresentanza commerciale	Air China
China Shipping Agency Co. srl	Spedizione e logistica	China Shipping Co.
Co.Na.Te.Co.	Spedizione e logistica	Cosco Group
Cos Cos srl	Spedizione e logistica	Cosco Group
Penta Shipping Italia srl	Spedizione e logistica	Cosco Group
IT		
Huawei Technologies Italia	Servizi commerciali e di marketing per il gruppo (telecomunicazioni, IT)	Huawei Technologies
Settore primario		
Baosteel Italia Distribution Center spa	Servizi commerciali e logistici per il gruppo (siderurgia)	Baosteel group
Temi Group	Servizi commerciali e di marketing per il gruppo (prodotti in rame)	Tongling Nonferrous Metals Inc
Manifatturiero		
Anhui Jianghuai Automobile Co.	Ricerca e sviluppo per il gruppo (automotive)	Anhui Jianghuai Automobile Co. Ltd
Benelli QJ srl	Produzione motocicli	Qinjiang Group
Cemate Machinery - Technology srl	Macchinari ed altri app. meccanici	Cemate Machinery
Changan Automobile Group	Servizi commerciali per il gruppo (automotive)	Chang An Automotive Co. Ltd.
Chunlian	Servizi commerciali e di marketing per il gruppo (elettrodomestici)	Chuanlan Group Co.
Elios spa	Produzione componenti elettriche	Feidiao Electrics Co. Ltd
Haier Appliances (Italy) spa	Produzione elettrodomestici	Haier Group Corp.
Haier Europe Trading	Servizi commerciali, di marketing e ricerca per il gruppo (elettrodomestici)	Haier Group Corp.
Haitian Europe	Macchinari e stampi per prodotti in plastica	Ningbo Haitian Group Co. Ltd
Hengdian Group Europe	Servizi commerciali, di marketing per il gruppo (farmaceutica, chimica, elettronica)	Hengdian Group
Hisense Italy	Servizi commerciali per il gruppo (ICT ed elettrodomestici)	Hinsense Group
Nanjing Motor Corporation	Servizi commerciali, di marketing e ricerca per il gruppo (automotive)	Nanjing Motor Corporation
Peaktop Technologies srl	Prodotti in plastica	Peaktop Technologies
Univent spa	Utensili ed apparecchi meccanici	Xi'an Electric Motor Works
Trading		
China Long Co. srl	Commercio all'ingrosso	China National Arts And Crafts I&E
China Silk	Servizi commerciali e di marketing	China Silk
Temax Italia srl	Servizi commerciali e di marketing per il gruppo (trading)	Genertec Group
Servizi finanziari		
Bank of China	Attività bancaria	Bank of China

Fonte: elaborazione propria su dati Sviluppo Italia e CCPIT

A livello settoriale, sono interessati agli investimenti cinesi sia comparti maturi come la meccanica, il tessile e l'abbigliamento, sia quelli a più alto contenuto di tecnologia come l'elettronica, l'*automotive*, oltre che la logistica ed i trasporti.

Le motivazioni che spingono le imprese cinesi ad investimenti *greenfield* e non *greenfield* in Italia posso essere ricondotte, innanzitutto, alla ricerca di nuovi sbocchi commerciali (investimenti *market seeking*). Spesso, infatti, le unità italiane di imprese cinesi svolgono il ruolo di filiali commerciali, cui sono assegnati compiti di analisi di mercato, studio di posizionamento e di prodotto, marketing per il gruppo di riferimento. Rispondono a questa logica circa un terzo dei casi censiti. Tra essi si segnalano grandi gruppi come: Huawei nell'IT e telecomunicazioni; Hinsense nell'IT e nell'elettronica; Chunlan negli elettrodomestici; Baosteel nella siderurgia. In questi casi, oltre alla ricerca di nuovi mercati, l'apertura di filiali commerciali potrebbe anche essere letta come il primo passo di una strategia di internazionalizzazione più ampia, che in questa fase tende all'esplorazione ed allo studio del contesto italiano ed europeo.

Sempre più rilevanti e ricorrenti appaiono, inoltre, le iniziative *strategic asset seeking* in cui le imprese cinesi si pongono alla ricerca di risorse immateriali ad alto valore e difficilmente replicabili internamente. Interessato, dunque, competenze specialistiche, marchi affermati o accesso ad infrastrutture logistiche strategiche.

Con riferimento alla ricerca di competenze d'eccellenza, si consideri che nel settore automobilistico, le unità italiane di colossi quali JAC Anhui Jianghuai Automobile Co. Ltd, ChangAn Automobile Group e Nanjing Motor Corporation sono state localizzate nell'area di Torino e svolgono attività di ricerca e sviluppo di nuovi prodotti/design. La presenza di conoscenze consolidate, sedimentate in loco, in ambito sia industriale, sia accademico²⁹ ha reso il Piemonte destinazione strategica per riconfigurare l'offerta ed adeguarla agli standard di qualità e sicurezza occidentali. Sempre alla ricerca di competenze specialistiche, unite a vantaggi di localizzazione, Haier nel settore degli elettrodomestici ha basato nel nord Italia diverse unità con finalità sia produttive (in Veneto), sia di vendita (in Friuli e Lombardia).

L'affermazione commerciale su scala mondiale passa per una necessaria ricostruzione dell'immagine che nei consumatori solleva il prodotto cinese. Proprio in questa logica, si intensificano le iniziative *non greefield* volte a rilevare in Italia marchi affermati, sia nel comparto *consumer*, sia in quello *business*. Si considerino, al riguardo i casi di Benelli, nel settore dei motocicli, acquisita dal gruppo Qianjiang e di Elios nel settore dei componenti elettrici ed elettronica, acquisita dalla Feidiao Electric Co. Ltd.

Infine, l'Italia è sempre più vista come snodo strategico in termini logistici. A fronte della forte intensificazione degli scambi tra Cina e resto del Mondo, anche l'Italia è divenuta meta cruciale per investimenti cinesi nel settore delle rotte commerciali marittime e dei network logistici (Morelli 2004). Grandi gruppi come Cosco e Cina Ocean Shipping, che vantano una fitta rete di socie-

tà e collaborazioni su scala mondiale, stanno investendo nei principali porti italiani. Attraverso *joint venture* con partner locali, si ricerca un accesso privilegiato al vasto mercato europeo ed ai Balcani.

Nel complesso, il quadro che si è tentato di ricostruire, relativamente all'impatto del *Go Global* sull'Italia, mostra come pure non essendo ancora quantitativamente rilevante, il fenomeno è in rapida evoluzione. Oltre alle 26 imprese censite, numerosi sono i casi riportati da stampa e media di trattative in corso o in via di perfezionamento, soprattutto per l'acquisizione di imprese italiane. Probabilmente, il ritardo con cui gli investimenti cinesi stanno giungendo in Italia è giustificato dalla graduale evoluzione della strategia di penetrazione internazionale della Cina e dallo stesso processo di evoluzione che sta subendo la politica del *Go Global*.

Rispetto all'iniziale ricerca di mercati per l'approvvigionamento di materie prime scarse, le Autorità cinesi sono passate a favorire l'internazionalizzazione delle proprie imprese per la ricerca di nuovi sbocchi commerciali. Solo più recentemente, infine, il Governo ha intrapreso azioni specifiche per stimolare investimenti finalizzati all'acquisizione di risorse strategiche, tipicamente di natura immateriale. L'Italia, scarsa di risorse naturali, ma ampio mercato di sbocco e ricca di competenze distintive, sarebbe divenuta solo negli ultimi anni un target interessante per l'espansione transnazionale cinese. La presenza nel nostro paese di asset ad alto valore aggiunto (immagine, marchi, conoscenze) sia in produzioni tradizionali, tipiche del *made in Italy*, sia in comparti innovativi, ha reso le nostre imprese ed il nostro territorio particolarmente attraenti agli occhi degli investitori cinesi. Si pensi a quanto l'acquisizione di imprese italiane, come modalità di crescita "esterna" rapida, potrebbe aiutare gli imprenditori cinesi ad affrancare la propria immagine di produttori *low cost* e di qualità ridotta. Peraltro, la presenza in Italia d'imprese target di dimensioni ridotte, finanziariamente "accessibili", tende sicuramente a facilitare la realizzazione di strategie transnazionali mediante M&A.

Tab. a - I dieci più importanti SWF nel 2007

Paese	Denominazione del fondo	bn \$	Anno avvio	Fonte di finanziamento del Fondo
Emirati Arabi Uniti	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	875	1976	Petrolio
Singapore	Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	330	1981	Non commodity
Norvegia	Government Pension Fund -Global (GPFG)	322	1990	Petrolio
Arabia Saudita	Vari fondi	300	NA	Petrolio
Kuwait	Kuwait Investment Authority (KIA)	250	1953	Petrolio
Cina	China Investment Company Ltd	200	2007	Non commodity
Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	140	1998	Non commodity
Russia	Stabilization Fund of the Russian Federation (SFRF)	127	2003	Petrolio
Cina	Central Hujin Investment Corp.	100	2003	Non commodity
Singapore	Temasek Holdings	108	1974	Non commodity

Fonte: Kern, 2007, p. 3

NOTE

¹ Pur essendo il paper frutto di un comune percorso di ricerca, il lavoro è attribuibile per il par. 2 a G. Galeazzi, per il par. 3 a F. Boffa e per il par. 4 a F. Spigarelli.

² I dati Unctad disponibili mostrano la crescita rilevante del peso delle developed economies quali investitori globali. Tale andamento è confermato pur anche considerando le sensibili oscillazioni dei flussi di investimento generati da tali economie negli ultimi anni oltre che il fatto che buona parte dell'incremento riscontrato è concentrato.

³ Per il gruppo dei paesi in via di sviluppo l'IMF (2007) fornisce una stima 2006 di un surplus di circa 640 miliardi di dollari USA, da considerarsi enorme se confrontato con la situazione precedente la crisi asiatica degli anni '90, quando il livello era di circa 80 miliardi. Lo squilibrio inoltre si concentra su un numero ristretto di paesi asiatici e di produttori di petrolio ad un livello anche superiore (\$740 mld) e si confronta con uno squilibrio circa equivalente degli industrializzati con le eccezioni di Giappone, Germania e Canada (Kroszner 2007).

⁴ La crescita è sostenuta in misura rilevante dagli IDE provenienti dai paesi avanzati (Unctad 2007).

⁵ Tra gli elementi di spiegazione degli squilibri mondiali va evidenziata l'ipotesi del *global saving glut*, conseguente al passaggio di importanti economie emergenti da prenditrici nette a prestatrici per ampi livelli sui mercati internazionali (Bernanke 2007).

⁶ Dall'inizio degli anni '80 la quota del valore aggiunto delle affiliate estere sul Pil mondiale è passata dal 5% al 10%. Inoltre, l'ultimo rapporto delle Nazioni Unite sugli investimenti mondiali, UNCTAD (2007), registra nell'elenco delle 100 maggiori TNC non finanziarie mondiali un aumento della presenza di quelle provenienti dai paesi emergenti ed una forte dinamica delle vendite e degli investimenti esteri da parte delle 100 maggiori TNC degli stessi emergenti nel 2005 (+48% e +73% rispettivamente).

⁷ Anche le varie regole pratiche, tra cui la nota *Greenspan-Guidotti rule*, non portano a risultati soddisfacenti (Green, Torgerson 2007).

⁸ Si veda il caso del fondo *Kuwait Investment Authority* (KIA), creato nel 1953 per la gestione delle entrate petrolifere.

⁹ Queste stime sono state presentate recentemente in Jen, 2007.

¹⁰ Ciò a meno che la valuta non venga convertita, ma in quel caso verrebbe gestita e quindi si rientrerebbe nel caso dell'investimento estero.

¹¹ Nel lungo periodo, come vedremo in seguito, tali politiche potrebbero invece portare al riallineamento del tasso di cambio ai propri valori di equilibrio.

¹² La notizia più recente riguarda il prospettarsi di un accordo fra il SWF Temasek di Singapore e Merrill Lynch, per un ingresso nella compagine azionaria mediante aumento del capitale, che consentirebbe di ripianare i debiti oscillanti attorno ai 15 miliardi di dollari generati dalla svalutazione di investimenti legati al mercato dei mutui. Qualora si concludesse positivamente, questa operazione risulterebbe analoga ad altre che hanno visto protagonisti fondi sovrani dei Paesi emergenti e banche americane colpite dagli effetti della crisi subprime. Per citare alcune di queste transazioni, China Investment Corporation ha apportato 5 mld \$ di capitale a Morgan Stanley, la società d'investimento Government of Singapore Investment Corporation ha fornito 10 mld \$ a UBS, e infine, la Abu Dhabi Investment Authority ha aumentato per 7.5 mld \$ il capitale di Citygroup (Burton, 2007).

¹³ Ciò potrebbe contribuire a rendere più oneroso il mantenimento di una situazione, quale quella americana, di risparmio negativo, e, di conseguenza, nel lungo termine, a favorire la riduzione gli squilibri.

¹⁴ L'osservazione non vale per tutti. Le eccezioni con regole trasparenti nella governance nel rendiconto dell'attività svolta non mancano. Si vedano i casi dei fondi GPF e GPIF della Norvegia e il Tomasek di Singapore.

¹⁵ Per un'analisi più specifica riferita ai casi di investimento cinese in Italia, si veda il paragrafo 5.

¹⁶ Per un'analisi più approfondita di questo concetto, si rinvia al paragrafo 5.

¹⁷ Nel caso invece di investimenti *greenfiled*, gli effetti per il Paese che li riceve sono ovviamente positivi.

¹⁸ Nel 2007, le autorità hanno dichiarato prioritarie le seguenti aree, in cui incoraggiare investimen-

ti all'estero: risorse naturali; attività manifatturiere; logistica, spedizioni, trasporti/infrastrutture; centri di ricerca e sviluppo, servizi di supporto alle imprese, con riferimento specifico a distribuzione, attività bancaria, IT (National development and Reform Commission, 2007). In relazione all'R&D, si consideri che il Ministero della Scienza e della Tecnologia ha elaborato un piano specifico per supportare le imprese cinesi nel realizzare centri R&D all'estero (*Overseas technology park Development Plan*). Attualmente, esistono sei parchi scientifici cinesi nel mondo (Singapore, USA, Russia, Austria e due in UK), mentre è in programma la realizzazione di un ulteriore parco in Australia.

¹⁹ Nell'analizzare i dati sugli investimenti cinesi all'estero, soprattutto in Asia, occorre tener conto del fenomeno della *round tripping*. Numerose società cinesi investono ad Hong Kong per poi reinvestire in Cina, in modo da beneficiare degli incentivi del governo legati sia agli investimenti all'estero (*Go Global policy*) sia a quelli in Cina (*Open Door policy*). Ciò ha un impatto notevole sui flussi di investimento stessi. Si stima che tra il 25% ed il 40% di tutti gli investimenti cinesi sia legato proprio all'effetto *round tripping* (Hess 2006, p. 3).

²⁰ Il framework metodologico per la rilevazione dei flussi di FDI, da parte dell'Eurostat, segue l'impostazione OECD, cui si rimanda.

²¹ Non tenendo conto delle acquisizioni di imprese sane, né delle partecipazioni di minoranza, il dato è ampiamente sottostimato.

²² L'analisi è sintetica e non esaustiva del fenomeno, ma tende a delineare un primo quadro della presenza cinese nei principali paesi europei.

²³ Le informazioni riportate in questa tabella sono tratte dai siti delle agenzie di attrazione degli investimenti esteri dei principali paesi europei (www.invest-in-germany.de; <http://www.affii.fr>; <http://www.ccpit-france.org>; <http://www.isa.se>; <http://www.casaasia.es>), oltre che da fonti cinesi (Mofcom e Ambasciata cinese in Gran Bretagna).

²⁴ Tra gli strumenti adottati dal governo cinese per espandere la presenza all'estero, ed in Europa in particolare, gli accordi bilaterali con singoli governi occidentali stanno divenendo sempre più rilevanti. Si consideri, al riguardo, che dal primo accordo bilaterale, firmato con la Svezia nel 1982, la Cina ha concluso circa 120 accordi, di cui 69 tra il 1990 ed il 1999. Attualmente, la Cina si colloca al secondo posto a livello mondiale, dopo la Germania, nella firma di accordi. Cfr. Antkiewicz, Whalley 2006, p. 37. Con riferimento specifico all'Italia, il 7 maggio 2004 è stato istituito il Comitato Governativo Italia-Cina, finalizzato ad attività di indirizzo, coordinamento e verifica delle relazioni italo-cinesi in ogni settore. Cfr. www.esteri.it/coordinamentocina.

²⁵ La non sovrapposizione delle informazioni proposte dalle varie fonti è sintomatica della non esaustività delle stesse.

²⁶ Sono escluse dall'analisi tutte le iniziative di operatori con sede a Taiwan ed Hong Kong. L'attenzione è focalizzata, dunque, sulla *mainland China*, protagonista del *Go Global* e della nuova dimensione transnazionale dell'economia cinese.

²⁷ I dati mostrano come la presenza cinese sia ancora debole rispetto al Giappone, principale paese asiatico investitore in Italia. Al riguardo, si consideri che il fatturato delle imprese giapponesi raggiunge i 16,5 miliardi di €, coinvolgendo 28.000 dipendenti e 317 aziende. Al contempo, anche rispetto all'India la dimensione degli investimenti in Italia appare di minore "intensità". A fronte della sostanziale parità di iniziative (24), il fatturato delle imprese indiane in Italia è più che doppio (oltre 1,5 miliardi €), con un numero di dipendenti che si attesta attorno alle 5.400 unità (Ridella, 2007).

²⁸ Si consideri, al riguardo, che le maggiori 5 aziende cinesi in Italia presentano un fatturato tra gli 80 e i 170 milioni di €, 2 aziende circa 30 milioni €, mentre le restanti non raggiungono i 20 milioni di € (Ridella, 2007).

²⁹ Anche altri importanti gruppi starebbero, secondo i rumors di mercato, progettando la costituzione in Italia di centri di ricerca e sviluppo, in aree strategiche per la conoscenza e le competenze possedute dalle risorse umane italiane (Jadeluca, 2006).

BIBLIOGRAFIA

- AFII (Agence française pour les investissements internationaux) (1992), *Les investissements chinois en France*, <http://www.invest-in-france.org>
- AIZENMAN, J. (2007), Large Hoarding of International Reserves and the Emerging Global Economic Architecture, Working Paper 13277 (July), Cambridge, National Bureau of Economic Research.
- AYKUT D., GOLDSTEIN A. (2006), Developing countries multinationals: south-south investment comes of age, *Oecd Working Paper*, n. 257.
- BELLABONA P., SPIGARELLI F. (2006a), Corporate China va in Italia, in *Il Sole 24 Ore*, 21 novembre.
- BELLABONA P., SPIGARELLI F. (2006b), Go Global: le politiche di internazionalizzazione attiva della Cina, in *Economia Marche*, n. 3.
- BELLABONA P., SPIGARELLI F. (2006c), La dimensione transnazionale dell'economia cinese, in Abbiati M. (a cura di), *Propizio è intraprendere imprese*, Venezia, Cà Foscara.
- BERNANKE B. (2007), Global Imbalances: Recent Developments and Prospects, Bundesbank Lecture, Berlin, Germany September 11.
- BESLEY, T., (1995), Property Rights and Investment Incentives: Theory and Evidence from Ghana, in *The Journal of Political Economy*, 103(5), pp. 903-937.
- BONAGLIA F., GOLDSTEIN A., MATHEWS J.A. (2007), Accelerated internationalization by emerging markets' multinationals: The case of the white goods sector, in *Journal of World Business*, 42 (4), pp. 369-383.
- BUCKLEY P.J., CLEGG L.J., CROSS A.R., LIU X., VOSS H., ZHENG P. (2007), The determinants of Chinese outward foreign direct investment, in *Journal of International Business Studies*, 38, pp. 499-518.
- BURTON J. (2007), Temasek sale a fresh sign of China doubts, in *The Financial Times*, 30.11.2007.
- CIENIEWSKI S. (2006), Les investissements chinois en France et en Europe, in *Missions Economiques*, ottobre, www.missioneco.org
- DUNNING J.H. (1977), Trade, Location of Economic Activity and the Multinational Enterprise: A Search for an Eclectic Approach, in OHLIN B., HESSELBORN P.O., WIJCKMAN P.M. (a cura di), *The International Allocation of Economic Activity*, Macmillan, London.
- DUNNING J.H. (1979), Explaining Changing Patterns of International Production: In Defence of the Eclectic Theory, in *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 41, pp. 269-96.
- DUNNING J.H. (1980), Toward an Eclectic Theory of International Production: Some Empirical Tests, in *Journal of International Business Studies*, 11, pp. 9-31.

- DUNNING J.H. (1988), The Eclectic Paradigm of International Production: A Restatement and Some Possible Extensions, in *Journal of International Business Studies*, 19, pp. 1-31.
- DUNNING J.H. (1993), *Multinational Enterprises and the Global Economy*, Addison-Wesley, Wokingham.
- ERDENER C., SHAPIRO, D.M. (2005), The Internationalization of Chinese Family Enterprises and Dunning's Eclectic MNE paradigm, *Management and Organization Review*, 1, 411-36.
- GREEN R. and T. TORGERSON (2007), *Are High Foreign Exchange Reserves in Emerging Markets a Blessing or a Burden?*, Department of the Treasury: Office of International Affairs, Occasional Paper No. 6, March.
- HEMERLING J., MICHAEL D.C., MICHAELIS H. (2006), *China's Global Challengers. The Strategic Implications of Chinese Outbound M&A*, The Boston Consulting Group.
- HESS W. (2006), *Going Outside, Round-Tripping and Dollar Diplomacy: An Introduction to Chinese Outward Direct Investment*, Global Insight, www.globalinsight.com
- JADELUCA P. (2006), Uno stabilimento di R&S in Italia. Procede l'avanzata della Huawei, in *Affari e Finanza*, 26 giugno.
- JEANNE O. (2007), International Reserves in Emerging Market Countries: Too Much of a Good Thing? *Brookings Papers on Economic Activity*, no. 1.
- JEN S. (2007), How Big Could Sovereign Wealth Funds Be by 2015?, Morgan Stanley Research Global, May 3.
- KAARTEMO V. (2007), *The Motives of Chinese Foreign Investments in the Baltic Sea Region*, Electronic Publications of Pan-European Institute, 7.
- KERN S. (2007), *Sovereign Wealth Funds – State Investments on the rise*, DB Research.
- KROSZNER S. R. (2007), *International Capital Flows and the Emerging-Market Economies*, Seminar, Central Bank of Argentina, Buenos Aires, Argentina, May 15.
- KUMAR K., MCLEOD M.G. (a cura di) (1981), *Multinationals from developing countries*, Lexington Books, Lexington, Mass.
- LALL S. (1983), *The new multinationals: The spread of third world enterprises*, Wiley, Chichester.
- LIPSEY, R.E., SJÖHOLM, F. (2005), Host Country Impacts of Inward FDI: Why Such Different Answers, in M. Blomström, in E. GRAHAM and T. MORAN (eds): *The Impact of Foreign Direct Investment on Development*, Institute for International Economics, Washington.
- LUNDING A. (2006), Global Champions in Waiting: Perspectives on China's Overseas Direct Investment, in *Deutsche Bank Research*, agosto.

- MANSFIELD, E. (1994), *Intellectual property protection, foreign direct investment, and technology transfer*, in Discussion Paper, 19, International Finance Corporation.
- MATHEWS J.A. (2002), *Dragon multinationals: A new model of global growth*, Oxford University Press, New York.
- MATHEWS J.A. (2006), Dragon multinationals: New players in 21st century globalization, in *Asia Pacific Journal of Management*, 23, pp. 5–27.
- MCCORMICK D.H. (2007), *Testimony on sovereign wealth funds, before the Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs*, Washington, November 14.
- MEYER K.F., NGUYEN H.V. (2005), Foreign investment strategies and sub-national institutions in emerging markets: evidence from Vietnam, in *Journal of Management Studies*, 42 (1), pp. 63-93.
- MOFCOM (2007), *2006 Statistical Bulletin of China's Outward Foreign Direct Investment*.
- MORELLI A. (2004), *Cina alla conquista degli oceani*, *Altraeconomia*, luglio-agosto.
- NORTH D.C. (1990), *Institutions, Institutional change and Economic Performance*, Cambridge University Press, Cambridge, Mass.
- OTANI I. (2005), On China's exchange rate flexibility and stability: the more flexible against the U.S. dollar, the more stable in effective terms, in *China and the World economy*, n. 6.
- PALLEY T. (2006), External contradictions of the Chinese development model: export-led growth and the danger of global economic contraction, in *The Journal of Contemporary China*, n. 46.
- PENG M.W. (2002), Towards an institution-based view of business strategy, in *Asian Pacific Journal of Management*, 19 (2), pp. 251-267.
- PETRIDOU K. (2007), EU-25 Foreign Direct Investment in Brazil, Russia, India and China, in *Statistics in focus, Economy and Finance*, 111.
- RIDELLA R. (2007), *La presenza diretta delle aziende cinesi in Italia*, Paper presentato all'incontro China meets Italy, Osservatorio Asia, Torino, 8 novembre.
- SAUVANT K.P. (2005), *New sources of FDI: the BRICs. Outward FDI from Brazil, Russia, India and China*, in *Journal of World Investment & Trade*, vol. 6, pp. 639-709.
- SAUVANT K.P. (2006), Inward and outward FDI and the BRICs, in SUBHASH C.J. (a cura di), *Emerging Economies and the Transformation of International Business: Brazil, Russia, India and China*, Edward Elgar, Cheltenham, U.K., pp. 313-409.
- SCHÜLLER M., TURNER A. (2005), *Global Ambitions: Chinese Companies*

- Spread Their Wings, in *China Aktuell*, 4.
- SPIGARELLI F. (2008), Nuovi investitori globali: le imprese cinesi in Italia, *Working Paper* Dipartimento di Studi sullo Sviluppo Economico, Università di Macerata.
- TANZI V. (1998), *Corruption Around the World: Causes, Consequences, Scope, and Cures*, IMF Working Paper 63, p 1-39.
- TRUMAN E.M. (2007), The Management of China's International Reserves: China and a SWF Scoreboard, Paper Prepared for Conference on China's Exchange Rate Policy Peterson Institute for International Economics, October.
- UNCTAD (2005a), *Prospects for Foreign Direct Investment and the Strategies of Transnational Corporations, 2005-2008*, United Nations, New York.
- UNCTAD (2005b), *Case study on outward foreign direct investment by Singaporean firms: enterprise competitiveness and development*, Paper presented at the UNCTAD Expert Meeting on Enhancing the Productive Capacity of Developing Country Firms through Internationalization, Geneva, 5-7 December.
- UNCTAD (2006), *World Investment Report. Overview FDI from Developing and Transition Economies*, United Nations, New York and Geneva, 2006.
- UNCTAD (2007), *World Investment Report. Transnational Corporations, Extractive Industries and Development*, United Nations, New York and Geneva, 2006.
- VISCO I. (2007), *Remarks*, Panel discussion on "Follow the Money: Global Financial Markets", High-level Conference on "Looking East, Looking West: Key Challenges Facing the Atlantic Partners", (Berlin, 15-16 November 2007), Banca D'Italia.
- WILLIAMSON J. (2005), The choice of exchange rate: the relevance of international experience to China's decision, in *China and World Economy*, n. 13.
- WILSON D., PURUSHOTHAMAN R. (2003), Dreaming With BRICs: The Path to 2050, *Global Economics Paper*, n. 99, <https://www.gs.com>
- WILSON D., PURUSHOTHAMAN R. (2003), Dreaming With BRICs: The Path to 2050, *Global Economics Paper*, n. 99, <https://www.gs.com>
- WOOLDRIDGE P. D. (2006), The changing composition of official reserves, in *BIS Quarterly Review, International banking and financial market developments*, September.
- WRIGHT M., FILATOTCHEV I., HOSKISSON R.E., PENG M.W. (2005), Strategy Research in emerging economies: challenging the conventional wisdom, in *Journal of Management Studies*, 42 (1), pp. 1-33.
- WU F. (2005), The Globalization of Corporate China, NBR Analysis, vol. 16, n. 3.