

Strategie di investimento dei fondi sovrani nel nuovo scenario mondiale: opportunità per l'Europa e l'Italia

di Roberto Pasca di Magliano* e Daniele Terriaca**

Lo scenario internazionale va assumendo nel corso degli anni nuovi connotati, diversi dal bipolarismo del ventesimo secolo dominato dai blocchi statunitense ed europeo. Le economie emergenti vanno sempre più assumendo un ruolo di centralità nello stimolo della crescita, rafforzando la loro posizione in termini di ricchezza, scambi internazionali e movimenti di capitale. In questo contesto si trovano a operare i Fondi di ricchezza sovrana (Sovereign Wealth Funds, Swf), investitori ad alto potenziale sia per la diversificazione produttiva dei sistemi nazionali in via di sviluppo, sia per la crescita dei paesi industriali. La loro popolarità è cresciuta notevolmente durante la crisi dei subprime, quando hanno partecipato alla ricapitalizzazione dei principali gruppi bancari occidentali, iniettando capitali freschi in un sistema colpito dalla speculazione e mostrandosi come un canale alternativo per stabilizzare la limitata disponibilità di finanziamenti. Di recente molti fondi sovrani stanno adeguando le proprie strategie di investimento, privilegiando impieghi meno rischiosi, anche più redditizi, e nuovi obiettivi. Diversità che vanno tempestivamente colte da paesi bisognosi di capitali freschi, come l'Italia e gran parte dell'Europa.

Definizione, classificazione e dimensione dei Swf

Anche se l'attenzione verso i fondi sovrani è cresciuta recentemente¹, il fenomeno ha origine nel 1953 con la creazione della Kuwait Investment Authority (Kia), cui ne sono seguiti altri alimentati dall'impressionante crescita di risorse petrolifere (paesi medio-orientali e Norvegia) e di surplus commerciali (Cina).

Solo però nel 2005 Rozanov, con l'espressione Sovereign Wealth Funds, li differenzia sia dai fondi pensione sia dalle riserve ufficiali.² Nel 2008 l'International Working Group of Sovereign Wealth Funds (Iwg) li ha definiti "veicoli d'investimento pubblici alimentati da capitali di fonti diverse, gestiti in modo separato dalle risorse delle banche centrali e con obiettivi abbastanza eterogenei".³

I fondi sovrani, infatti, si discostano sia dalle autorità centrali di politica monetaria, poiché diversificano le attività finanziarie investendo su una varietà di strumenti (ad es. titoli di debito pubblico e corporate bonds.), sia da altre tipologie di fondi presenti sul mercato (private equity e hedge funds), non ricorrendo a un rapporto di indebitamento particolarmente elevato.

Dal punto di vista operativo, i Swf nascono dall'esigenza statale di gestire notevoli accumuli di capitale,⁴ che non possono essere assorbiti immediatamente nel sistema economico e/o che gli stessi policy makers decidono di utilizzare al fine di ottenere ritorni per le generazioni future.

* La Sapienza Università di Roma.

** Sose.

- ¹ Nella maggior parte dei casi, i Swf sono un'evoluzione di fondi statali utilizzati per la sterilizzazione della liquidità in eccesso e per la diversificazione delle attività economiche.
- ² Hanno l'obiettivo di "isolare l'economia domestica dall'eccessiva volatilità, sostenere le autorità monetarie nella sterilizzazione degli eccessi di liquidità, accumulare risparmi per le generazioni future e utilizzare i surplus monetari per lo sviluppo economico e sociale".
- ³ Secondo Quadrio Curzio e Miceli (2010) è possibile però riscontrare alcuni elementi comuni quali la tendenza a investire all'estero, l'orizzonte temporale di lungo periodo e la predilezione al rendimento rispetto alla liquidità.
- ⁴ Jeanne e Ranciere (2006), Aizenman e Jaewoo (2007) dimostrano che, superata una soglia definita come funzionale, la disponibilità valutaria in eccesso tenderebbe a essere utilizzata per finalità alternative a quelle tradizionali e orientate alla realizzazione di attività maggiormente remunerative.





APPROFONDIMENTI

Guardando alle modalità di accumulazione del patrimonio, i Swf si distinguono in commodity, se finanziati dai proventi derivanti dalle esportazioni di beni energetici (petrolio e gas naturali) o altre materie prime (rame, diamanti e fosfati), e in non-commodity, se traggono le loro risorse dagli accumuli di riserve monetarie derivanti da surplus commerciali, da introiti delle privatizzazioni e/o da altri proventi fiscali. Nella letteratura scientifica si possono trovare altre classificazioni in relazione alle strategie di investimento (Klitzing et al., 2010) e agli obiettivi (Kunzel et al., 2011). Secondo il Sovereign Wealth Fund Institute (Swfi), alla fine del 2014 sono operativi oltre 60 fondi sovrani con un patrimonio (Asset under management, Aum) di oltre 7.000 miliardi di dollari (tavola 1).

Guardando alle modalità di accumulazione del patrimonio, i Swf si distinguono in commodity, se finanziati dai proventi derivanti dalle esportazioni di beni energetici (petrolio e gas naturali) o altre materie prime (rame, diamanti e fosfati), e in non-commodity, se traggono le loro risorse dagli accumuli di riserve monetarie derivanti da surplus commerciali, da introiti delle privatizzazioni e/o da altri proventi fiscali. Nella letteratura scientifica si possono trovare altre classificazioni in relazione alle strategie di investimento (Klitzing et al., 2010)⁵ e agli obiettivi (Kunzel et al., 2011).⁶ Secondo il Sovereign Wealth Fund Institute (Swfi), alla fine del 2014 sono operativi oltre 60 fondi sovrani con un patrimonio (Asset under management, Aum) di oltre 7.000 miliardi di dollari⁷ (tavola 1).

⁵ *Conservative passive investors, Yield-seeking passive investors e Strategic active investors.*

⁶ *Stabilization funds, Savings funds, Pension reserve funds, Reserve investment funds e Development funds.*

⁷ Si tratta di una cifra significativa, che ha permesso ai Swf di superare gli *hedge funds* e i fondi di private *equity* e di ridurre la distanza rispetto alle riserve detenute dalle banche ventrali; resta però ancora ampio il differenziale rispetto ai *mutual funds* e ai *pension funds*.

⁸ Data la natura di investitori di lungo periodo, i fondi sovrani tendono a detenere un portafoglio prevalentemente azionario e/o focalizzato su attività alternative (ad es. materie prime, infrastrutture, mercato immobiliare, ecc.). Si tratta però di un'indicazione prettamente teorica, infatti sul mercato sono attivi anche Swf che presentano un orizzonte temporale ridotto e che potrebbero effettuare delle scelte allocative sbilanciate sui titoli a reddito fisso.

Tavola 1 - I principali fondi sovrani: dimensione e fonte di finanziamento 2014

	Denominazione di fondo	Paese	Origine	Classificazione	Fonte di capitale	Assets ⁽¹⁾	% tot.	% cum.
1	Government Pension Fund - Global (Ngpf-g)	Norvegia	2006	Commodity	Risorse naturali	839	11,7	11,7
2	Abu Dhabi Investment Authority (Adia)	Emirati Arabi U.	1976	Commodity	Risorse naturali	773	10,8	22,5
3	Sama Foreign Holdings	Arabia Saudita	-	Commodity	Risorse naturali	676	9,4	31,9
4	China Investment Corporation (Cic)	Cina	2007	Non commodity	Riserve ufficiali	575	8,0	40,0
5	State Administration of Foreign Exchange	Cina	1997	Non commodity	Riserve ufficiali	568	7,9	47,9
6	Kuwait Investment Authority (Kia)	Kuwait	1953	Commodity	Risorse naturali	410	5,7	53,6
7	Hong Kong Monetary Authority	Hong Kong	1993	Non commodity	Riserve + surplus	327	4,6	58,2
8	Government Investment Corporation (Gic)	Singapore	1981	Non commodity	Riserve + surplus	320	4,5	62,7
9	Temasek Holdings	Singapore	1974	Non commodity	Società governativa	171	2,4	65,1
10	Qatar Investment Authority (Qia)	Qatar	2005	Commodity	Risorse naturali	170	2,4	67,4
11	National Social Security Fund	Cina	2000	Non commodity	Surplus fiscali	161	2,2	69,7
12	Future Fund	Australia	2006	Non commodity	Surplus fiscali	89	1,2	70,9
13	National Wealth Fund	Russia	2008	Commodity	Risorse naturali	89	1,2	72,2
14	Reserve Fund	Russia	2008	Commodity	Risorse naturali	87	1,2	73,4
15	Samruk-Kazyna JSC	Kazakistan	2008	Non commodity	Surplus fiscali	84	1,2	74,5
16	Revenue Regulation Fund	Algeria	2000	Commodity	Risorse naturali	77	1,1	75,6
17	Investment Corporation of Dubai	Emirati Arabi U.	2006	Commodity	Risorse naturali	70	1,0	76,6
18	Kazakhstan National Fund	Kazakistan	2000	Commodity	Risorse naturali	69	1,0	77,6
19	International Petroleum Investment Company	Emirati Arabi U.	1984	Commodity	Risorse naturali	63	0,9	78,4
20	Lybian Investment Authority (Lia)	Libia	2006	Commodity	Risorse naturali	60	0,8	79,3
21	National Development Fund	Iran	2002	Commodity	Risorse naturali	59	0,8	80,1
22	Korea Investment Corporation (Kia)	Corea del Sud	2005	Non commodity	Riserve ufficiali	57	0,8	80,9
23	Mubadala Development Company	Emirati Arabi U.	2002	Commodity	Risorse naturali	56	0,8	81,7
24	Alaska Permanent Fund Corporation	Stati Uniti	1976	Commodity	Risorse naturali	50	0,7	82,4
25	Khazanah Nasional	Malaysia	1993	Non commodity	Surplus fiscali	41	0,6	83,0
26	Brunei Investment Agency	Brunei	1983	Commodity	Risorse naturali	40	0,6	83,5
27	State Oil Fund (Sofaz)	Azerbaijan	1999	Commodity	Risorse naturali	36	0,5	84,0
28	National Pensions Reserve Fund	Irlanda	2000	Non commodity	Surplus fiscali	27	0,4	84,4
29	New Zealand Superannuation Fund	Nuova Zelanda	2003	Non commodity	Surplus fiscali	21	0,3	84,7
30	National Investment Corporation	Kazakistan	2012	Commodity	Risorse naturali	20	0,3	85,0
	Top 30					6.085	85,0	
	Altri					1.077	15,0	
	Totale					7.162	100,0	

⁽¹⁾ Miliardi di dollari.

Fonte: Istituti nazionali di statistica





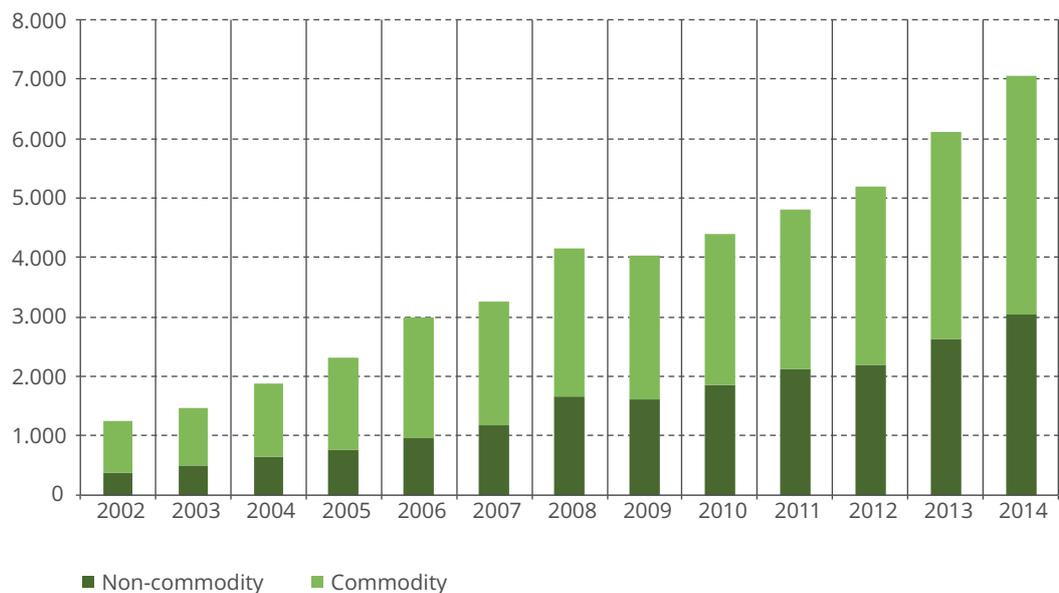
APPROFONDIMENTI

Gran parte di questa disponibilità finanziaria è concentrata nel continente asiatico e nell'area medio-orientale (rispettivamente il 40 e il 39 per cento del totale) mentre l'Europa ne rappresenta poco più del 17 per cento, di cui gran parte detenuta dal fondo norvegese. Anche l'Aum non è equamente distribuito: i primi cinque fondi detengono circa il 48 per cento del patrimonio totale (quota che supera il 68 per cento considerando i primi dieci). Tra i diversi fondi, sono i commodity a detenere una posizione prevalente (circa 4.000 miliardi di dollari, ovvero il 60 per cento degli asset complessivi).

L'andamento della ricchezza gestita dai Swf ha subito una frenata solo tra il 2008 e il 2009 (grafico 1) per effetto di perdite patrimoniali comprese tra il 5 e il 15 per cento (fino al 30 per cento per quelli con un portafoglio più rischioso) causate dalla volatilità internazionale (Jen, 2010). La stretta dipendenza dalle fluttuazioni cicliche non consente di fare previsioni certe sull'evoluzione del loro patrimonio nel lungo periodo. Probabilmente sarà difficile raggiungere i 15.000 miliardi di dollari stimati dalla Deutsche Bank per il 2015 (Kern, 2008) mentre appaiono plausibili le proiezioni effettuate da Castelli e Tagliapietra (2012) di un valore prossimo ai 10.000 miliardi entro il 2016.

Grafico 1 - Evoluzione del patrimonio gestito dai fondi sovrani

Miliardi di dollari



Fonte: Swf Institute; TheCityUK

Le attività di investimento

A seguito degli sconvolgimenti generati dalla crisi finanziaria e da eventi politici che hanno modificato gli equilibri globali, la rilevanza dei Swf nel mercato dei capitali è cresciuta esponenzialmente soprattutto dopo aver guadagnato posizioni strategiche nei mercati maturi, in particolare Europa e Stati Uniti.

L'elevata disponibilità finanziaria accumulata negli ultimi anni ha, infatti, reso questi strumenti importanti catalizzatori di investimenti diretti esteri (Ide). I dati raccolti dall'Unctad mostrano come nel 2013 tali flussi abbiano raggiunto una quota di oltre 6 miliardi di dollari, a livello cumulato il valore è di 130 miliardi di dollari, di cui circa l'80 per cento deriva da operazioni di tipo brownfield e solo la parte restante da investimenti greenfield.

Sulle differenti attività di investimento, la letteratura accademica ha identificato una serie di motivazioni alla base dei processi di selezione dell'impresa target. Dal punto di vista microeconomico, Kotter e Lel (2008) mostrano come spesso, analogamente ai fondi pensione, i Swf tendano a investire in aziende con difficoltà finanziarie e un ridotto cash flow. Tale ipotesi è confermata anche da Boubakri et al. (2011) che sottolineano però come le "impresae target", prevalentemente poco innovative e con un assetto proprietario concentrato, debbano possedere delle dimensioni strutturali e livelli di crescita potenziale maggiori rispetto alla media del settore nel quale operano.

Dal punto di vista macroeconomico, con riferimento alla trasparenza dei fondi sovrani, Truman (2008) evidenzia come quelli caratterizzati da una maggiore disclosure degli obiettivi tendano a focalizzarsi nei paesi sviluppati, a differenza di quelli più opachi, maggiormente orientati verso i sistemi con una minore tutela giuridica per gli investitori. Chhaochharia e Laeven (2009), invece, sottolineano che questi strumenti, oltre a diversificare gli investimenti nei settori produttivi per i quali non si rileva una specializzazione nazionale, tendono a preferire i paesi caratterizzati da culture e tradizioni similari. Avendano (2010), infine, mostra che, mentre nei mercati domestici le attività si concentrano sulle aziende di dimensioni minori e con un indebitamento ridotto, per gli investimenti all'estero la loro attenzione si rivolge prevalentemente alle imprese più grandi operanti nei settori a elevata intensità di ricerca e sviluppo.

Per avere un quadro completo sulle attività di investimento, si è fatto riferimento alle operazioni di M&A presenti nelle banche dati Orbis e Zephyr, di proprietà della Bureau Van Dijk (Bvd)⁹, giungendo alla definizione di un campione di 452 transazioni portate avanti da 25 Swf, tra il 2003 e il 2014.¹⁰

Come evidenziato anche in altri lavori (Bortolotti et al. 2013; Ciarlone e Miceli, 2013), i dati a disposizione mostrano come le attività di investimento, in termini sia di numerosità sia di valore complessivo, abbiano raggiunto il massimo livello nel 2008 per poi rallentare l'anno successivo, parallelamente con la riduzione delle risorse a loro disposizione, e tornare ai livelli pre-crisi nel biennio 2011-2012.

Nell'arco temporale considerato, i fondi più attivi sono stati il Temasek e il Government Investment Corporation (Gic) di Singapore (complessivamente oltre il 40 per cento degli investimenti), seguiti dalla Qatar Investment Authority (11,9 per cento) e dalla China Investment Corporation (Cic) (6,6 per cento).

⁹ Sono stati considerati solamente gli investimenti effettuati direttamente dai Swf, escludendo quindi quelli operati sia dalle loro sussidiarie sia da altri fondi di investimento ad essi collegati.

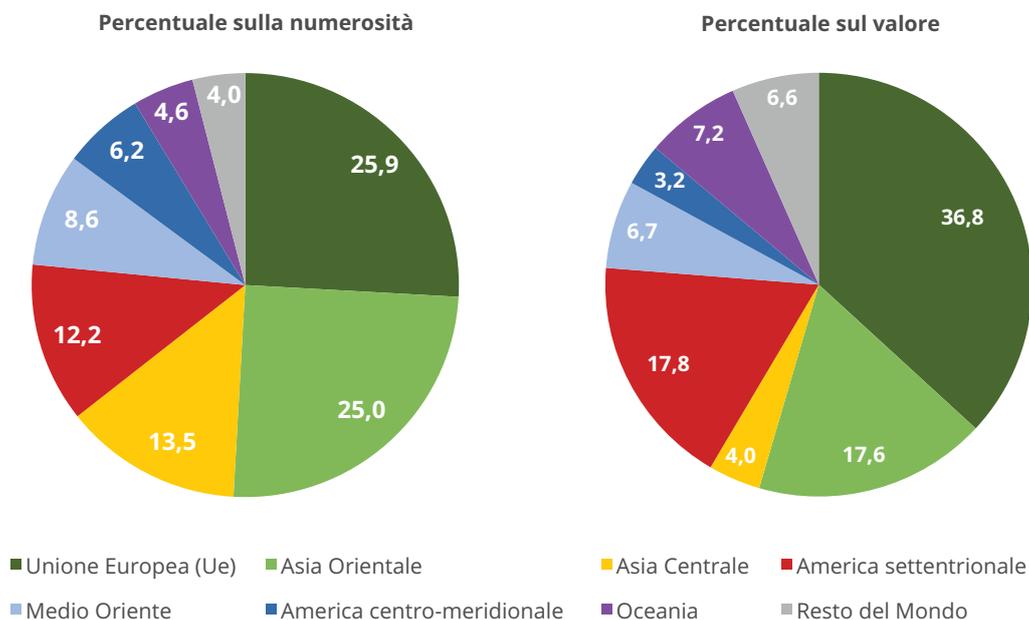
¹⁰ Per l'ultimo anno si fa riferimento al primo semestre.



APPROFONDIMENTI

In merito alla distribuzione geografica, il grafico 2 mostra come in termini di numerosità il continente asiatico raccolga la maggioranza delle operazioni (poco più del 38 per cento), seguito dall'Unione Europea e dall'America settentrionale (rispettivamente 25,9 e 12,2 per cento). Analizzando l'allocazione degli investimenti per valore, lo scenario appena descritto assume un connotato differente: è l'Unione Europea ad attrarre circa il 37 per cento del valore delle acquisizioni, quota che sale a circa il 71 per cento considerando il raggruppamento delle economie avanzate.

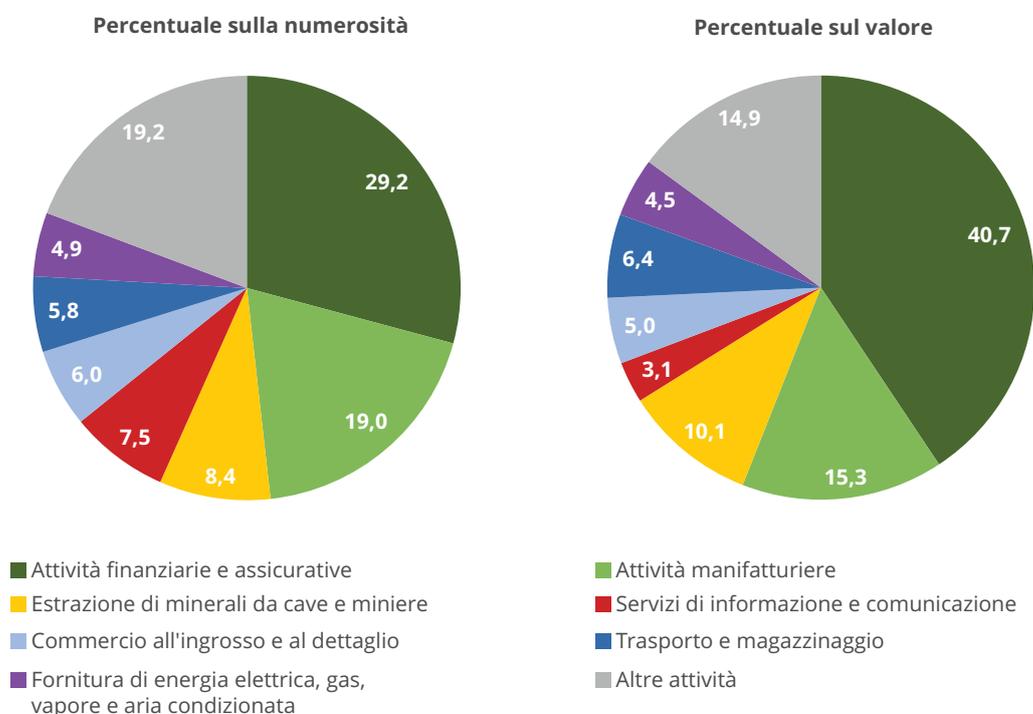
Grafico 2 - Distribuzione geografica degli investimenti dei Fondi sovrani (2003-2014)



Fonte: elaborazione su database Orbis e Zephyr, Bureau van Dijk

Secondo Ciarlone e Miceli (2013) la crisi finanziaria non avrebbe modificato più di tanto le strategie di diversificazione geografica dei Swf che sembrerebbero continuare a privilegiare i paesi avanzati, favoriti da un mercato finanziario più sviluppato e da standard istituzionali migliori rispetto agli altri sistemi economici. Tuttavia, recentemente si sta assistendo a una maggiore attenzione verso i sistemi in via di sviluppo nonché a una notevole diversificazione degli impieghi verso settori a minor rischio e maggiormente in linea con nuovi obiettivi. A livello settoriale, i dati confermano come il comparto finanziario abbia rappresentato nel corso degli anni il principale destinatario delle acquisizioni, sia in termini di numerosità sia di valore (rispettivamente il 29,2 e il 40,7 per cento), seguito da quello manifatturiero (19,0 e 15,3 per cento).

Grafico 3 - Distribuzione settoriale degli investimenti dei fondi sovrani (2003-2014)



Fonte: elaborazione su database Orbis e Zephyr, Bureau van Dijk

La particolare rilevanza di tale settore deriva non solo dalle numerose attività di sostegno che questi strumenti hanno effettuato, tra il 2007 e il 2009, nei confronti di importanti gruppi bancari (ad es. Merrill Lynch, Barclays, Ubs, Credit Suisse, Citigroup e Deutsche Bank) e dell'economia domestica, attraverso la ricapitalizzazione di istituti bancari nazionali, ma anche dalle strategie adottate recentemente, volte ad assicurarsi la presenza nelle principali istituzioni finanziarie delle realtà emergenti.

A differenza delle scelte geografiche, va però evidenziato come le tensioni post-crisi abbiano modificato il comportamento dei fondi in termini di allocazione settoriale. A partire dal 2009, infatti, la quota destinata al comparto finanziario si è ridotta significativamente, mentre si è assistito a una crescita del valore degli investimenti destinati al settore estrattivo ed energetico, con la finalità di sostenere lo sviluppo dell'economia domestica e/o sopperire alla crescente domanda di materie prime (Ciarlone e Miceli, 2013)¹¹, e a una maggiore attenzione alle opportunità presenti nel comparto immobiliare e nelle infrastrutture.

¹¹ La China Investment Corporation, ad esempio, ha scelto di concentrare le sue operazioni nel settore estrattivo/minerario per avere il vantaggio strategico dell'accesso alle risorse energetiche.



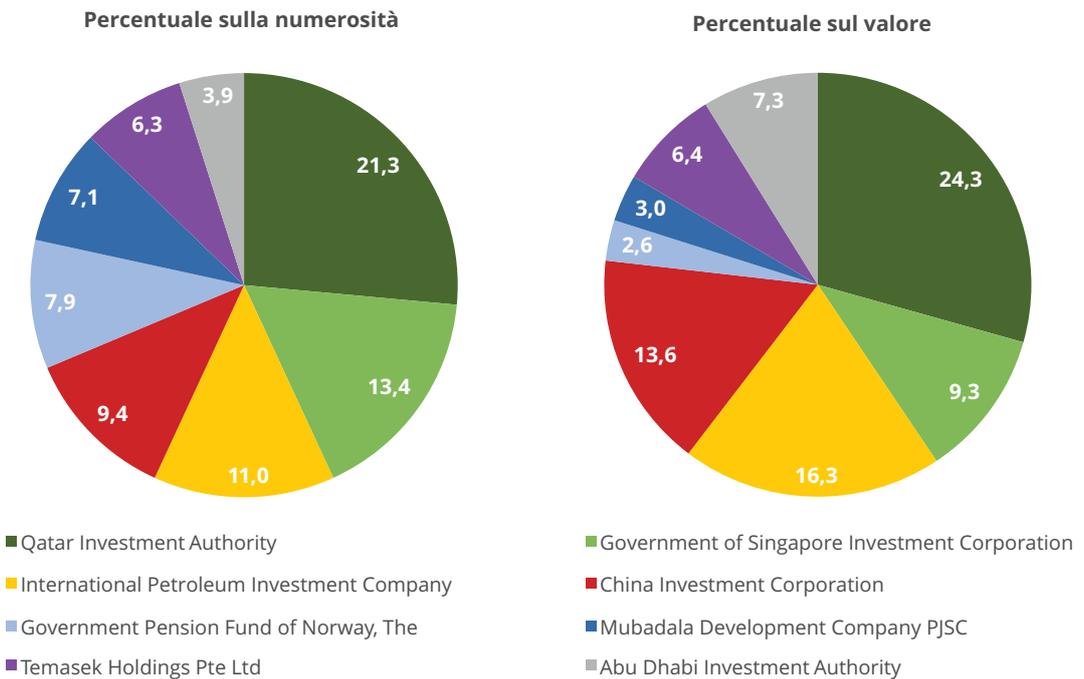
Le attività in Europa e in Italia

L'Europa ha mantenuto nel tempo una particolare attrattività nei confronti dei fondi sovrani; la dinamica degli investimenti, dopo aver registrato un rallentamento tra il 2009 e il 2011, ha fatto segnare un rimbalzo nel 2012, per poi stabilizzarsi successivamente sui valori pre-crisi.

Le attività di acquisizione sono particolarmente concentrate in pochi paesi. Il Regno Unito detiene una posizione dominante (circa il 29 per cento del valore degli investimenti), alle cui spalle si collocano la Spagna, l'Italia, la Francia e la Germania (che complessivamente presentano un'incidenza prossima al 53 per cento del valore).

Tra i fondi sovrani maggiormente attivi (grafico 4) emerge la Qatar Investment Authority (21,3 per cento della numerosità e 24,3 per cento del valore), la Government Investment Corporation (13,4 per cento e 9,3 per cento), l'International Petroleum Investment Company (11 per cento e 16,3 per cento) e la China Investment Corporation (9,4 per cento e 13,6 per cento). Tra gli altri Swf presenti nell'area, particolarmente interessante è il comportamento del Government Pension Fund norvegese che, a fronte di una discreta numerosità degli investimenti, detiene quote contenute del capitale azionario, riflettendo una strategia volta a diversificare al massimo il proprio portafoglio.¹²

Grafico 4 - Distribuzione degli investimenti operati in Europa per fondo sovrano⁽¹⁾ (2003-2014)



(1) Principali fondi sovrani ordinati per numero di operazioni

Fonte: elaborazione su database Orbis e Zephyr, Bureau van Dijk

¹² Gli investimenti di questo fondo si basano sul concetto di responsabilità sociale. Pertanto rientrano nel loro perimetro d'acquisizione prevalentemente quelle società che rispettano una serie di principi etici (sono escluse le multinazionali del tabacco e quelle che producono tecnologie militari) o che operano nella *green economy*.

A livello di impresa target, i dati raccolti mostrano una prevalenza degli investimenti (in termini sia di numerosità sia di valore) nelle società di grandi dimensioni, mentre solo una parte residuale è diretta verso quelle meno strutturate. Si osserva inoltre una maggiore prevalenza delle acquisizioni nelle aziende quotate (58,3 per cento in termini di numerosità e 66,3 per cento in termini di valore) rispetto a quelle non quotate (33,1 e 19,8 per cento).¹³ Per quanto riguarda la distribuzione sulla base dell'attività economica, i Swf tendono a concentrare le loro operazioni nelle attività manifatturiere (Germania, Italia e Spagna), nei servizi finanziari e assicurativi (Regno Unito, ove recente è l'acquisizione del distretto finanziario di Canary Wharf) e nell'attività estrattiva (Francia), settori che rappresentano complessivamente circa il 54 per cento delle operazioni e il 61 per cento del valore complessivo degli investimenti.

Paesi come Italia, Francia o Spagna hanno firmato accordi con fondi sovrani per investire in società nazionali. Si tratta di accordi che non hanno un impatto reale sull'economia, ma aprono la porta a possibili collaborazioni con la creazione di fondi bilaterali.

L'Italia appare più attraente per le recenti aperture politiche e la prospettiva di agevolazioni fiscali. La presenza dei Swf è radicata da tempo. Ricordiamo l'acquisto di una quota di Finmeccanica da parte del fondo libico, l'interessamento del Temasek per le azioni di Snam, e più di recente le operazioni della Qia nel settore immobiliare e il rafforzamento del Mubadala (ricco fondo di Abu Dhabi) nella Piaggio Aero e in Ferrari. Al 2015 il fondo Qia del Qatar possiede in Italia l'area di Porta Nuova a Milano, il gruppo della carne Cremonini, insieme al Fondo strategico italiano di Cassa depositi e prestiti, il Four Seasons di Firenze, il Gallia di Milano e gli hotel della Costa Smeralda rilevati dalla Colony Capital di Tom Barrack nel 2012. Di particolare interesse per il tessuto economico sono le operazioni effettuate dal Fondo strategico italiano (Fsi)¹⁴ (braccio finanziario della Cassa depositi e prestiti) a partire dal 2011, data della sua creazione.¹⁵ Il Fsi dispone di 6 miliardi di dollari in gestione per relazioni bilaterali con fondi sovrani di altri paesi, allo stato con Qatar, Kuwait e Russia. Con Qatar Holding è stata definita una joint venture per investire nelle società italiane che operano nei settori del lusso, del fashion e dell'alimentare. Ognuno dei soci ha contribuito con un miliardo di euro. Con la Russia Fsi ha firmato un accordo bilaterale per un miliardo di euro (500 milioni ciascuno) per investire in società e progetti strategici. L'accordo più recente è stato firmato con il fondo sovrano del Kuwait, la Kuwait Investment Authority (Kia) per co-investimenti tramite una nuova società (Fsi Investimenti) con assets del valore di 2.185 miliardi di euro: a oggi ha partecipazioni in Metroweb Italia (fibra ottica), Kedrion Group (biofarmaceutica), Valvitalia (attrezzature). Molto stretti sono i legami dell'Italia con un altro braccio finanziario dell'emirato, l'Aabar Investments, che possiede una quota di Unicredit.

¹³ La restante parte del campione rientra nella categoria *delisted*.

¹⁴ Per un dettaglio delle operazioni di investimento si faccia riferimento a Reviglio et al., (2013), Capitale per lo sviluppo: Strumenti finanziari europei a sostegno delle imprese e degli investimenti, Cdp, "Report Monografici", n. 2.

¹⁵ Il Fsi ha come *mission* quella di "creare valore per i suoi azionisti mediante la crescita dimensionale, il miglioramento dell'efficienza operativa, l'aggregazione ed il rafforzamento della posizione competitiva sui mercati nazionali e internazionali delle imprese oggetto di investimento" attraverso l'acquisizione di quote di minoranza in imprese di interesse nazionale.



Conclusioni

La profonda crisi finanziaria che ha investito le economie occidentali sta influenzando le strategie di investimento dei fondi sovrani, inducendoli a diversificare le scelte verso impieghi più prudentiali e conservativi, mantenendo però la loro attenzione ai sistemi avanzati.

La volatilità dei mercati azionari e la debolezza del sistema bancario, ad esempio, hanno provocato una maggiore attenzione (soprattutto da parte dei fondi medio-orientali) verso i più sicuri impieghi immobiliari, attualmente caratterizzati da una flessione dei valori, e un rinnovato interesse per i centri commerciali e le industrie esportatrici di prodotti finiti (moda, alimentare) orientate maggiormente ai mercati emergenti (soprattutto i Swf cinesi e di Singapore).

Tutto ciò è stato anche accompagnato dal finanziamento di progetti di sviluppo contro la povertà (ad esempio la Cic in Africa) e dal marcato orientamento degli impieghi in società carbon free (ad es. il fondo norvegese).

Si tratta di cambiamenti strategici che alterano le opportunità per i mercati avanzati, tradizionalmente abituati a contare su una forte capacità di attrazione nel settore finanziario e manifatturiero, e che li dovrebbero spingere a identificare strategie innovative per intercettare interessi sia nella valorizzazione del real estate e nella creazione di infrastrutture finalizzate allo sviluppo (turismo in particolare), sia nel cogliere le potenzialità di cofinanziamento dei progetti di sviluppo nelle aree strategiche dell'Africa Sub-sahariana. L'Italia va muovendosi lungo queste direzioni con il braccio operativo Fsi e potrà sviluppare sinergie nei progetti di sviluppo con la nuova politica di cooperazione.

Nota bibliografica di approfondimento

- Aizenman J. e Jaewoo L., (2007), International Reserves: Precautionary versus Mercantilist Views, Theory, and Evidence, "Open Economy Review", n. 11.
- Avendano R. (2010), Sovereign Wealth Fund Investments: From Firm-level Preferences to Natural Endowments, Economix Workshop on Sovereign Wealth Funds and Globalization. Disponibile sul sito: <http://www.parisschoolofeconomics.eu/IMG/pdf/JobMarket-1paper-AVENDANO-PSE.pdf>.
- Bortolotti B., Fotak V., Megginson W. e Miracky W. (2010), Sovereign Wealth Fund Investment Patterns and Performance, Fondazione Eni Enrico Mattei, "Nota di Lavoro", n. 22, 2009.
- Boubakri N., Cosset J. e Samir N. (2011), Sovereign Wealth Funds Acquisitions: A Comparative Analysis with Mutual Funds, "International Finance Review", n. 12.
- Castelli M. e Tagliapietra S. (2012), How big could SWFs be by 2016?, in "The New Economics of Sovereign Wealth Funds", a cura di M. Castelli e F. Scacciavillani F., New York, The Wiley Finance Series, John Wiley & Sons.
- Chhaochharia V. e Laeven L. (2009), The Investment Allocation of Sovereign Wealth Funds. Disponibile sul sito SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1262383> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1262383>.
- Ciarlone A. e Miceli V. (2013), Le strategie di portafoglio dei fondi di ricchezza sovrani e la crisi globale, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, n. 156.
- Jeanne O. e Ranciere R. (2006), The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications, *Imf, Working Paper*, n.06/229.
- Jen S.L. (2010), Sovereign Wealth Fund Investment Strategies: Complementing Central Bank Investment Strategies, in "Economics of Sovereign Wealth Funds. Issues for Policymakers", a cura di U.S. Das et al., Washington DC, Imf.

Kern S. (2008), SWFs and Foreign Investment Policies - an Update, *Deutsche Bank Research, Discussion paper*.

Klitzing E., Lin D., Lund S. e Nordin L. (2011), Demystifying Sovereign Wealth Funds, in "Economics of Sovereign Wealth Funds. Issues for Policymakers", a cura di U.S. Das et al., Washington DC, *Imf*.

Kotter J. e LeI U. (2008), Friends or Foes? The Stock Price Impact of Sovereign Wealth Fund Investments and the Price of Keeping Secrets, *Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper, n. 940*.

Kunzel P., Lu Y., Petrova I. e Pihlman J. (2011), Investment Objectives of Sovereign Wealth Funds- A Shifting Paradigm, *Imf, Working Paper, n.11/19*.

Quadrio Curzio A. e Miceli V. (2010), Sovereign Wealth Funds. A Complete Guide to State-owned Investment Funds, UK, *Harriman House*.

Rozanov A. (2005), Who Holds the Wealth of Nations, "*Central Banking Journal*", n. 4.

Truman E. (2008), A Scoreboard for Sovereign Wealth Funds, Washington, DC, *Peterson Institute for International Economics*.

