

MARIA GIUSEPPINA LUCIA

CAPITALISMO FINANZIARIO

IL FENOMENO ECONOMICO E LE SUE IMPLICAZIONI GEOGRAFICHE

La finanziarizzazione del sistema economico: processi ed esiti. – Una connotazione specifica del capitalismo dei nostri giorni è ravvisata, da numerosi specialisti della materia, nella presenza di un sistema di scambi continui destinato al conseguimento diretto e immediato di profitto, e nella *commodification* del denaro, nel senso che i flussi di capitali non si limitano a svolgere la funzione di mezzo di pagamento, ma sono per la maggior parte essi stessi divenuti *merce* (Boltansky e Chiapello, 1999). Un'intera letteratura avverte che non si tratta certamente di evento nuovo, né di un fenomeno esclusivo del moderno capitalismo. Come si ricorderà, alcuni studiosi attribuiscono ai banchieri toscani, che nel Rinascimento viaggiavano per l'Europa finanziando i re di Francia e d'Inghilterra, l'elaborazione della prima forma del capitale finanziario del sistema mondo. Altri affermano, invece, che i più remoti segnali del ruolo cruciale della finanza nel sistema economico si riscontrano alla fine del XVII secolo, segnatamente con la creazione della Banca d'Inghilterra istituita nel 1649 per finanziare la guerra del re Guglielmo d'Orange contro il sovrano francese Luigi XIV (Braudel, 1981; Wallerstein, 1982).

Il fenomeno si è evoluto nei secoli successivi con alterne vicende di accelerazioni, bruschi arresti e regressioni (talvolta catastrofiche) e si è significativamente e progressivamente rafforzato a far data dalla fine del XIX secolo, in relazione alla grande espansione del commercio mondiale e più tardi in ragione dello sviluppo delle imprese multinazionali. Anche se le cause e le conseguenze del ruolo della finanza sono state indagate e discusse con divergenti orientamenti di pensiero, pur sempre esiste unanimità di consensi nel ravvisare in tutte le epoche storiche (anche le più lontane) una fase di deciso rilievo del sistema finanziario, quando esso rappresenta il momento di «maturità» di un determinato sistema economico e l'avvio di una nuova combinazione dei fattori della produzione (Kindleberger, 1987; Arrighi, 1999).

(*) Ringrazio la dottoressa Laura Giannetti per la ricerca e l'elaborazione dei dati statistici, avvertendo che di ogni eventuale errore è responsabile l'autore.

Ciò è quanto autorevolmente afferma Fernand Braudel (1981-1982) con diffuse e motivate argomentazioni, documentando come la crisi dei profitti che si verifica nella terza delle fasi di ogni stadio del capitalismo avvia una significativa espansione finanziaria riferibile al ritiro del capitale dal sistema produttivo e alla conseguente ricerca di differenti tipi di profitti derivanti dalle stesse transazioni finanziarie. In questo senso il sistema capitalista di inizio millennio sembra corrispondere alla indicata *terza* fase, per l'appunto connotata dal predominio del capitale finanziario, e ormai comunemente indicata con l'espressione «finanziarizzazione del sistema economico» (Doccioli, 2003; Clark, Hebb e Wójcik, 2005).

Finanziarizzazione, come si sa, è termine usato per segnalare in qual misura la parte più consistente delle transazioni finanziarie è destinata all'acquisto di *financial products* (si tratti di valori rappresentativi di capitali di rischio o di titoli invece rappresentativi del prestito di denaro a soggetti in *deficit* di capitali), risultando relativamente meno consistente l'ammontare di denaro che circola per i pagamenti di merci, di servizi, di beni di investimento (De Benoist, 2000).

In queste pagine non si discuterà se l'attuale fase di sviluppo dei sistemi a capitalismo avanzato si possa identificare con la «terza» fase del modello teorizzato da Braudel, intendendo semplicemente considerare le grandi linee di svolgimento dei processi che hanno concorso al conformarsi dei sistemi di capitalismo finanziario (Dughin, 2002), ormai infinite volte documentati e interpretati nei saggi specialistici. E se taluni studiosi hanno assegnato un ruolo determinante alle direttive di politica economica degli Stati in posizione di comando, altri invece hanno segnalato tutta l'incidenza di eventi politici variamente connessi a situazioni conflittuali tra i paesi industrializzati e i paesi del Sud del mondo, quali la crisi del mercato energetico e l'insolvenza debitoria dei paesi sottosviluppati e dei paesi in via di sviluppo. In ogni caso, speciale attenzione si è attribuita alla crisi dei profitti del sistema produttivo fordista, come pure è stata invariabilmente riconosciuta valenza di primario rilievo ai fattori innovativi di ordine tecnologico. È comunque chiaro che, se ognuno di questi fattori ha svolto un ruolo prevalente in un determinato periodo, a ben vedere la finanziarizzazione del sistema economico si configura come complessivo esito dello svolgimento dell'insieme degli indicati processi ⁽¹⁾.

Dovendo documentare le trasformazioni del sistema economico attuale, è utile prendere avvio dai primi decenni del XX secolo, fase storica identificata

(1) È opportuno ricordare, anche se argomento ormai noto, che le posizioni teoriche sulle fasi di transizioni del sistema capitalista fanno capo a tre principali correnti di pensiero informate rispettivamente all'approccio regolazionista di matrice francese, a quello «neo-schumpeteriano» e a quello dell'accumulazione flessibile. La corrente neo-schumpeteriana e il regolazionismo condividono la visione sistemica e ciclica dello sviluppo capitalistico e delle sue periodizzazioni, pur differenziandosi per la diversa considerazione del ruolo dello sviluppo della tecnologia. Infatti, il pensiero regolazionista attribuisce un rilievo di primaria importanza alla tecnologia nell'avvio e nella determinazione delle onde lunghe dei cicli di sviluppo, relegando le istituzioni politiche, economiche e sociali alla semplice funzione di promozione e sostegno dell'affermazione del nuovo paradigma tecnico-economico. Il terzo indirizzo di pensiero, quello dell'accumulazione flessibile, si caratterizza per la contrapposizione tra produzione di massa della fase fordista e la specializzazione flessibile (Barrucci, 1998).

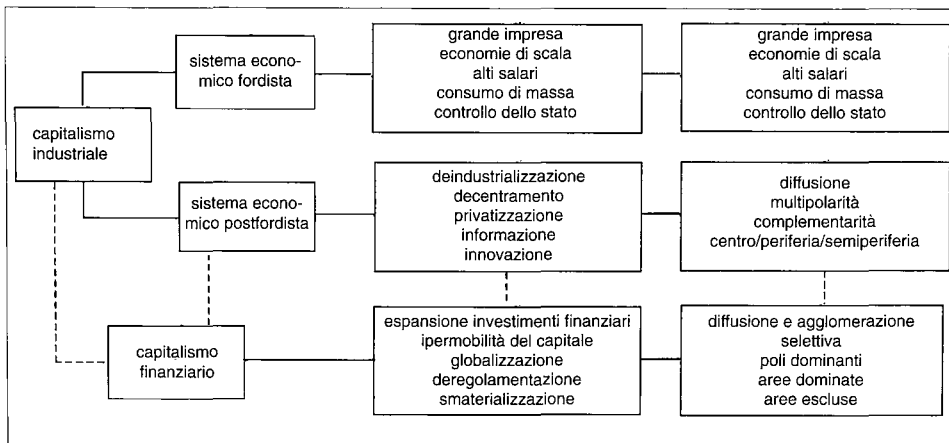


Fig. 1 – Sistema economico e strutturazione dello spazio geografico. Dal capitalismo industriale del XIX secolo al capitalismo finanziario del XXI secolo

dall'espressione *capitalismo industriale*, e nota anche come sistema fordista-taylorista nell'accezione di organizzazione produttiva, sociale e territoriale, connotata in una formula di estrema sintesi dalla standardizzazione dei prodotti, dei processi produttivi e delle fasi del lavoro, dalla realizzazione di economie di scala e di economie di agglomerazione, dal meccanismo dell'incentivazione dei consumi attraverso il miglioramento dei salari (Clark, Hebb e Wójcik, 2005). A tutto ciò corrisponde un nuovo ruolo dello Stato, che si incarica di mantenere stabili i livelli della domanda, di controllare e comporre i conflitti tra impresa e mercato del lavoro e di regolare l'attività economica complessivamente intesa (De Marchi, 1994). In special modo, le implicazioni geografiche dell'organizzazione produttiva fordista sono state ravvisate nei fenomeni di agglomerazione di attività economiche, di lavoro, di distribuzione del consumo, che hanno configurato un ordine territoriale dominato a tutte le scale da rapporti di dipendenza/dominanza, rappresentato nella geografia economica dalla metafora centro/periferia.

Alla svolta degli anni Settanta del XX secolo si manifestano con chiara evidenza segni di instabilità nel sistema economico mondiale, variamente indicati nella saturazione del mercato dei beni di consumo e nelle modificazioni delle preferenze del mercato della domanda, nella crisi dei profitti, nell'elevato aumento del costo del lavoro rispetto alla produttività, avviando processi di trasformazione che coinvolgono in maniera irreversibile il sistema economico (Turner, 2002).

Già sono state ampiamente documentate la nuova organizzazione dei processi produttivi, l'evoluzione della gestione di numerosi settori della produzione, come pure le complesse modalità di interazione tra attività economiche e territorio. Occorre tuttavia richiamare, seppure in via breve, i caratteri fondamentali del sistema produttivo – che i geografi economisti hanno indicato nella flessibilità, specializzazione, prevalenza del comparto dei servizi, debole ruolo dello Stato. In modo particolare, gli studiosi hanno rilevato la nuova divisione interna-

zionale del lavoro e la configurazione di una *semiperiferia*, un'area intermedia nella contrapposizione dualistica tra centro e periferia del mondo ⁽²⁾, riferibile all'attuazione di strategie di decentramento e di rilocalizzazione di interi comparti produttivi nei paesi in via di sviluppo.

Alla tendenza all'agglomerazione, dominante nella fase storica precedente, subentra il principio di diffusione, anche se occorre precisare che i processi di concentrazione continuano a interessare le attività tecnologicamente più avanzate e le funzioni più elevate, quali il controllo, la direzione, la gestione, l'elaborazione di processi decisionali, qualificandosi perciò come «agglomerazione selettiva» (Conti, 1996). Tutto ciò sostituisce a un mondo gerarchizzato che va dal cuore alla periferia, passando per la semiperiferia, un mondo multipolare e di conseguenza un modello di scambi multidirezionali, pur restando più intense le relazioni commerciali, finanziarie e tecnologiche fra le tre grandi regioni economiche sviluppate, America Settentrionale, Europa, Giappone, e al loro interno (Knox e Agnew, 1994).

In questa prospettiva di analisi, si deve ricordare che, naturalmente, anche nella fase storica di predominio del capitalismo industriale, il potere economico, segnatamente il sistema bancario ⁽³⁾, attraverso acquisizioni di partecipazioni azionarie, ha svolto un ruolo protagonista nei processi decisionali di impresa (Cameron, 1975). Tuttavia, una cosa sono le relazioni tra finanza e impresa, altra cosa invece è il processo di finanziarizzazione dell'economia del giorno d'oggi che, in relazione alla forte presenza della componente speculativa nel movimento internazionale di capitali, configura un sistema finanziario che evolve per così dire in un contesto di separazione rispetto all'economia reale. L'avvio di tale processo di finanziarizzazione del sistema economico risale, per opinione diffusa e condivisa, alla svolta degli anni Settanta del secolo scorso, allorché un rivoluzionario evento di politica economica sancisce, con la dichiarazione dell'inconvertibilità aurea del dollaro, la fine dell'operatività degli accordi di Bretton

(2) Risultano tuttora complessi e controversi i giudizi sui processi riferibili all'avvento del nuovo paradigma economico e sulle conseguenti implicazioni sociali e territoriali. Alcuni studiosi, infatti, considerando l'attuale fase come esito di una «rottura» e perciò superamento dell'ordine economico e sociale dell'epoca industriale, hanno utilizzato per indicarla il suffisso *post-* (*post-industriale*, *post-fordista*, *post-moderna*), segnalando la prevalenza della produzione immateriale di beni e servizi, di una nuova organizzazione dei processi produttivi e dell'impresa, nonché di diverse forme di organizzazione sociale. Altri, invece, precisando che gli elementi caratteristici del nuovo ordine economico e sociale derivano da meccanismi evolutivi operanti già dalla fine degli anni Trenta del XX secolo, non riconoscono effetti dirompenti assimilabili a quelli che hanno determinato il passaggio dall'economia agricola all'economia industriale, ravvisando piuttosto una fase evolutiva (e non certo conclusiva) di trasformazioni strutturali già chiaramente visibili negli anni immediatamente successivi alla seconda guerra mondiale (Priore e Sabel, 1987; Amin, 1994).

(3) Si tratta delle *banche di affari* o *investment banks*, istituti specializzati in prestiti a lungo termine per investimenti in beni capitali, generalmente attraverso l'acquisizione di azioni delle società in cui investono (*Economics and Business*, 1986).

Woods ⁽⁴⁾ sottoscritti nel 1944, ossia di quelle «regole» stabilite per il buon funzionamento del mercato internazionale che il mondo domandava già dopo la «grande depressione» del 1929 (Strange, 1994).

La fine della *gold standard age* e il passaggio da un regime di cambi (semi)fissi con la divisa statunitense a un sistema di cambi variabili consolidano il carattere speculativo dei mercati finanziari, mentre il valore delle divise nazionali, in forza della mobilità internazionale dei capitali, sarà determinato per la gran parte più dai flussi finanziari che non dall'andamento della bilancia commerciale nell'economia reale. In buona sostanza, con la chiusura nel 1971 della fase regolata dagli accordi di Bretton Woods e la conseguente fluttuazione dei tassi di cambio, tutte le monete diventano un «bene commerciabile» per ricavarne profitti, amplificando in tal modo i flussi di capitale di genere speculativo, e predisponendo le basi per quel processo di deregolamentazione del sistema finanziario già prefigurato negli anni Sessanta del secolo scorso dalla formazione del mercato dell'eurodollaro con sede a Londra (Strange, 1986; Goodfred, 1998).

In seguito, soltanto a pochi anni di distanza dall'abolizione degli accordi di Bretton Woods, la prima crisi del mercato energetico determina un notevole accumulo di capitali nei paesi esportatori di petrolio che, per l'impossibilità di un investimento immediato in piani di sviluppo, riversano ingenti grandezze finanziarie nelle banche del mondo occidentale, formando una riserva di *petrodollari* che concorrerà in maniera significativa all'aumento della liquidità mondiale e perciò al progressivo e inarrestabile processo di finanziarizzazione del sistema economico ⁽⁵⁾.

La dichiarazione di insolvenza del Messico nel 1982, seguita in rapida successione dagli altri principali destinatari del credito mondiale, innesca l'esplosione della crisi debitoria che, insieme con la combinazione di altri fattori, amplia ulteriormente le riserve di liquidità dei maggiori sistemi creditizi dei paesi sviluppati. Le conseguenti strategie di restrizione nell'erogazione di prestiti ai paesi sottosviluppati e in via di sviluppo contribuiscono a loro volta ad accentuare il processo di finanziarizzazione del sistema economico e ad influenzare l'entità e la direzione dei movimenti di capitali. Infatti, i geografi economisti che hanno os-

(4) Gli accordi stipulati dagli Stati dopo il secondo conflitto mondiale rivelano con forza l'esigenza universalmente avvertita della stabilità dei cambi monetari e della liberalizzazione del commercio internazionale. Così, come si sa, dall'accordo di Bretton Woods derivano gli organismi internazionali del GATT (ora World Trade Organisation) e il Fondo Monetario Internazionale, istituiti per assicurare la liberalizzazione del commercio e la stabilità del sistema monetario. Mentre al terzo organismo, la Banca Mondiale, è stata affidata la gestione dei fondi stanziati dal Piano Marshall per la ricostruzione dell'economia dei paesi danneggiati dagli eventi bellici e per l'aiuto allo sviluppo dei paesi del Sud del mondo.

(5) Per fare un esempio soltanto, si pensi che nel 1980 i paesi dell'OPEC hanno esportato un quantitativo di petrolio per un valore pari a 556 miliardi di dollari. Negli anni successivi si è registrata una brusca diminuzione che ha situato l'ammontare delle esportazioni sulla soglia dei 120 miliardi di dollari, per seguire poi una tendenza oscillante tra modesti rialzi e cadute fino al consistente aumento del periodo 2001-2003 che ha segnato una media di 217 miliardi di dollari in ciascun anno (OPEC, 2004).

servato il fenomeno dimostrano che mentre negli anni Sessanta del XX secolo i flussi di capitali si dirigevano prevalentemente verso gli Stati Uniti e verso i paesi in via di sviluppo, nel decennio successivo, invece, si verifica un movimento circolare fra Stati Uniti, Europa Occidentale e Asia (segnatamente in relazione allo sviluppo del sistema economico giapponese). Movimento intersecato dai flussi riferibili alle relazioni tra le aree finanziarie del mondo occidentale e i rispettivi *money boxes*, ossia i centri *offshore* organizzati dalle maggiori piazze finanziarie del mondo per operare in un regime sottratto ai vincoli stabiliti dai paesi di origine dei capitali e degli investitori (Knox e Agnew, 1994; Laulajainen, 2004).

Tutto ciò configura un universo molto complesso, contrassegnato da un consistente volume di transazioni tra controparti difficilmente identificabili e dalla presenza di un numero sempre maggiore di investitori istituzionali e di attori finanziari internazionali, che influenzano in maniera diversa direzioni e obiettivi dei flussi di capitali. La caratteristica più significativa della fase moderna del capitalismo finanziario è rappresentata dalla straordinaria crescita del peso dei mercati finanziari, documentata da una vasta letteratura. In questa prospettiva si segnala il processo di espansione dei tassi del mercato azionario che, avviata a Wall Street a metà degli anni Ottanta del XX secolo, si è rapidamente propagata in tutti i paesi del mondo sviluppato. Gli indici di borsa in quella fase storica hanno registrato aumenti elevati situandosi alla fine degli anni Novanta su valori prossimi al 30% annuo, con la conseguenza di una linea divaricante nel rapporto fra l'alto tasso degli indicatori del mercato di borsa e quello molto più contenuto dei tassi di profitti conseguiti nell'economia reale. Per fare un esempio soltanto, si pensi che negli ultimi decenni, mentre il tasso atteso di remunerazione del capitale negli Stati Uniti è nell'ordine del 15%, la crescita del PIL non supera la soglia del 4-5% (De Benoist, 2000). A ben vedere si verifica una situazione anomala in cui il corso azionario è sempre meno rappresentativo del valore effettivo delle imprese o dell'economia reale complessivamente intesa ⁽⁶⁾.

Ciò è comprovato da uno sguardo anche sommario all'evoluzione percentuale del valore del commercio mondiale, degli investimenti di portafoglio e degli investimenti diretti esteri rispetto al PIL mondiale. Infatti, a partire dalla seconda metà degli anni Novanta, le grandezze finanziarie destinate al pagamento di beni e servizi ⁽⁷⁾ rappresentano una quota progressivamente più contenuta del prodotto interno lordo, mentre gli investimenti di portafoglio costituiscono una percentuale sempre più ragguardevole rispetto alla consistenza globale del PIL (fig. 2). Considerando che la letteratura specialistica tende a differenziare e a contrassegnare gli investimenti diretti come una «categoria particolare», connotata a diffe-

(6) Un altro fenomeno connesso, per opinione di alcuni studiosi, alla finanziarizzazione del sistema economico è costituito dalla configurazione di un sistema finanziario globale fortemente connotato da situazioni debitorie e da una consistente espansione di capitale *fictions*, sempre meno rappresentativo dell'economia reale (Roberts, 1994). Ciò è comprovato anche dalla prevalenza delle *liabilities* rispetto agli *assets* nella gran parte dei paesi più avanzati (Banca d'Italia, 2003; 2004).

(7) In modo particolare le risorse finanziarie destinate ai servizi registrano una crescita elevata e costante fino a rappresentare quasi l'80% dei capitali per i pagamenti nei primi anni del 2000.

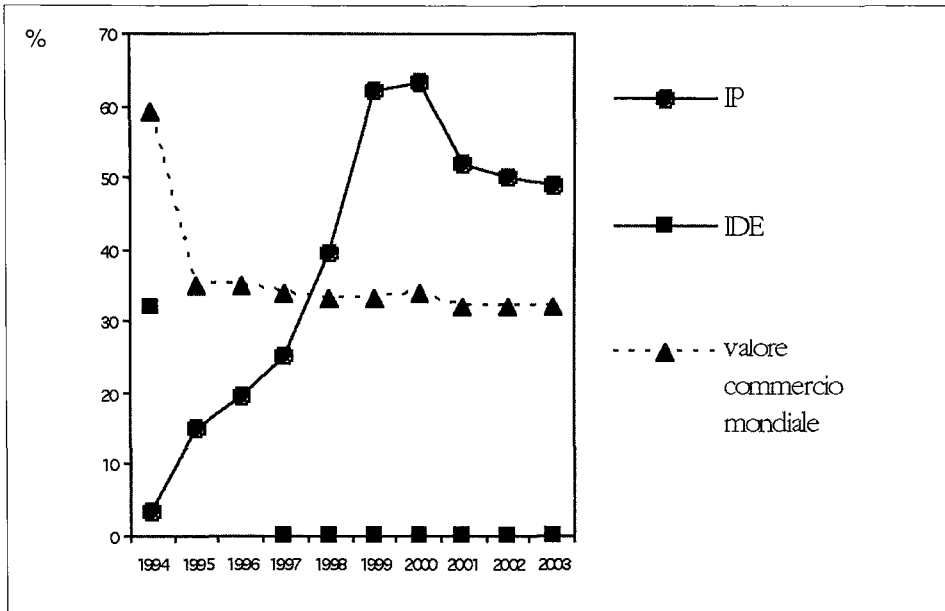


Fig. 2 – *Movimenti internazionali di capitali: evoluzione dal 1994 al 2003*

Investimenti di portafoglio (IP), investimenti diretti esteri (IDE), valore del commercio mondiale, in percentuale del prodotto interno lordo

Fonte: elaborazione su dati FMI, BM, OCSE

renza degli strumenti finanziari che compongono i movimenti internazionali di capitali da un grado di coinvolgimento nei processi di controllo e di gestione delle imprese ⁽⁸⁾, in queste pagine si proverà a documentare il fenomeno della finanziarizzazione e le sue implicazioni geografiche attraverso l'analisi degli investimenti di portafoglio che per le loro caratteristiche strutturali possono contribuire a confermare la progressiva rilevanza degli investimenti finanziari rispetto a quelli produttivi ⁽⁹⁾.

Potenzialità e aspetti critici dei capitali finanziari. – Anche un'analisi di prima approssimazione in tema di investimenti di portafoglio, volta a documentare la *finanziarizzazione* del sistema economico e la strutturazione dello spazio geografico, rileva problemi interpretativi di non poco conto riferibili alla complessa natura della categoria. Gli IP costituiscono, infatti, un aggregato non indifferenziato di strumenti finanziari e di difficile schematizzazione per la fluidità che lo contraddistingue in termini di rapidità di operazioni di investimenti e disinvestimenti, nonché di mutamenti della configurazione geografica della direzione dei flussi. Occorre, perciò, considerare le riflessioni svolte dagli esperti della materia

(8) Per una trattazione esauriente sugli investimenti diretti esteri si veda Kindleberger (1969).

(9) Nel 2001 il volume degli scambi finanziari giornalieri ammontava a 1.200 miliardi di dollari (Bank for International Settlements, 2003).

e dagli organismi internazionali sia sulla definizione di investimento di portafoglio, sia soprattutto sui fattori che determinano entità e direzioni dei flussi.

Nell'espressione «investimenti di portafoglio» il Fondo Monetario Internazionale ricomprende tutti gli strumenti finanziari che non sono finalizzati all'acquisizione di responsabilità di gestione e di rapporto durevole nei confronti di un'impresa, ma realizzati esclusivamente per fini speculativi. Pertanto, in base alla tipologia dello strumento finanziario, gli investimenti di portafoglio sono costituiti da *azioni e quote di fondi comuni* e da *strumenti di debito*. In quest'ultima categoria rientrano gli *strumenti del mercato monetario* e gli *strumenti a medio e lungo termine*, intesi come tali quelli con durata originaria superiore a un anno.

La definizione di investimento di portafoglio è ormai universalmente acquisita, anche se a tutt'oggi alcuni nodi concettuali rimangono insoluti – in special modo la non agevole distinzione tra flussi di investimenti di portafoglio e i flussi di investimenti diretti esteri. Gli organismi internazionali, infatti, assumono che un investimento inferiore alla quota del 10% del capitale dell'attività partecipata e di durata media e breve non implica un controllo diretto dell'impresa beneficiaria e in tal senso si deve considerare come investimento di portafoglio (IP). Al contrario, gli investimenti che superano il parametro indicato si considerano investimenti diretti esteri (IDE), connotati a differenza della precedente tipologia da una durata di lungo termine e soprattutto da un forte coinvolgimento nella gestione dell'iniziativa finanziata. Da più parti è stato argomentato come il parametro adottato sia assolutamente inadeguato a rappresentare una linea di demarcazione tra gli investimenti di portafoglio e gli investimenti diretti esteri⁽¹⁰⁾ e, pur rilevandone l'utilità quale strumento teorico, che si deve procedere con grande cautela nell'interpretazione delle informazioni quantitative (Graham e Spaulding, 2004).

Fino a un passato molto recente, inoltre, anche i paesi sviluppati hanno adottato metodologie e fonti statistiche differenti, rendendo scarsamente comparabili i dati numerici riferiti all'ammontare degli investimenti di portafoglio⁽¹¹⁾. Nel 1994, perciò, nell'intento di rimuovere tali difficoltà, il Fondo Monetario Internazionale ha istituito il Committee on Balance of Payments Statistics, con l'incarico di migliorare e uniformare le metodologie di calcolo delle consistenze degli IP di tutti i paesi del mondo. Per gli anni più recenti, perciò, sono disponibili informazioni sui volumi degli investimenti di portafoglio, anche se sono ancora numerosi i paesi che non si sono uniformati alle linee guida indicate dal Comitato⁽¹²⁾. Infine, sono anche altri gli ostacoli di rilevanza cruciale connessi alla indagine geografica sugli IP, segnatamente l'impossibilità di una precisa identificazione delle controparti delle transazioni. Uno strumento finanziario, infatti, può essere

(10) Infatti, come avvertono alcuni studiosi, la soglia del 10% non è necessariamente indicativa di una mancanza di coinvolgimento nell'impresa partecipata (Kimberly, 2002).

(11) Erano (e in alcuni casi rimangono ancora tali) differenti le fonti e le metodologie di rilevazione statistica (UIC, 2004).

(12) I paesi dell'euro e la Banca Centrale Europea (BCE) hanno concordato di utilizzare entro il 2008 il metodo della rilevazione diretta delle consistenze degli investimenti di portafoglio (Banca d'Italia, 2005).

scambiato direttamente tra due operatori residenti rispettivamente nel paese di origine e nel paese beneficiario dell'investimento. Ma spesso si sa che la transazione è conclusa da un terzo operatore, residente in un paese ancora diverso, che svolge semplicemente una funzione di intermediazione. Ciò naturalmente implica un impegno maggiore nell'interpretazione degli indicatori statistici, che esigono un riscontro diretto e continuo con le dinamiche macroeconomiche globali e nazionali (Kimberly, 2002).

Non sarà perciò il caso di spingere oltre il discorso sulle possibili alterazioni della consistenza reale degli IP e sulle difficoltà connesse alla precisa identificazione dell'origine e della destinazione dei flussi. Nella prospettiva di analisi geografica è più utile invece riferire alcune considerazioni sui fattori che variamente influenzano i processi decisorii degli investitori istituzionali e degli attori finanziari internazionali sulla direzione e sugli obiettivi delle grandezze finanziarie riferibili agli investimenti di portafoglio (UIC, 2004).

La letteratura specialistica ha documentato, infatti, una stretta correlazione tra la capacità di attrazione di IP di un determinato paese e le caratteristiche strutturali del sistema economico e in particolare del sistema bancario, gli orientamenti di politica economica e la normativa nazionale di settore, avvertendo che i valori dell'indice di crescita economica, il grado di stabilità del tasso di cambio, il volume delle riserve in divise estere, la liquidità dei mercati immobiliari e i saggi di interessi reali costituiscono i fattori principali che determinano le scelte degli investitori finanziari. Naturalmente, in relazione alla tipologia di investimento, ognuno dei fattori indicati svolgerà un ruolo differente nei processi decisorii. Per esempio, un'elevata percentuale di crescita economica e una consistente liquidità del mercato azionario costituiscono elementi cruciali nelle valutazioni degli operatori del mercato di borsa, mentre la liquidità del mercato obbligazionario guiderà prevalentemente le valutazioni degli investitori in strumenti finanziari a reddito fisso. Inoltre, elementi di rilievo decisivo nelle scelte delle aree di destinazione degli investimenti si riferiscono alla legislazione nazionale. Norme che consentono di riportare agevolmente nel paese di origine capitali e profitti e che non contemplano imposte sui guadagni da capitale, come pure gli standard di segretezza, il sistema delle operazioni di liquidazione, la protezione dei diritti degli investitori, costituiscono certamente fattori di primario rilievo nelle decisioni di investimento (Raghavan, 1998; UNCTAD, 1999; Evans, 2002; Lane e Milesi-Ferretti, 2004).

Tutto ciò è documentato dalla concentrazione degli investimenti di portafoglio nelle aree che praticano affidabili politiche macroeconomiche e registrano un tasso di crescita economica relativamente alto. Così, per esempio, dall'analisi dei dati di fine periodo 2004 forniti dal Fondo Monetario Internazionale risulta che i flussi complessivi mondiali verso gli Stati Uniti sono costituiti per oltre il 60% da investimenti di portafoglio ⁽¹³⁾. Nei paesi dell'area euro gli stessi rappre-

(13) Si consideri che i capitali entrati negli Stati Uniti nel 2003 rappresentano il 72% dei capitali mondiali.

sentano il 53% dei 645 mila miliardi del capitale mondiale importato. Al contrario, nei paesi emergenti i flussi di investimenti diretti che, come si diceva, implicano una forte partecipazione dell'investitore nella gestione e nel controllo di impresa, costituiscono oltre la metà dei capitali importati – a differenza degli investimenti di portafoglio che si situano sulla soglia del 20% circa. In modo particolare risultano esclusi dai circuiti finanziari mondiali i paesi dell'Africa e quelli dell'Asia, con la sola eccezione di Cina, Hong Kong, Singapore, Taiwan e Thailandia che, corrispondendo ad alcuni dei parametri indicati, variamente ricevono il 2% circa dei flussi mondiali di portafoglio (International Monetary Fund, 2004).

Occorre tuttavia segnalare che i flussi di IP verso i paesi in via di sviluppo e verso i paesi emergenti sono destinati ad aumentare, sia in relazione all'orientamento di questi paesi verso l'economia di mercato, sia in riferimento ai fenomeni innovativi nelle strutture, nelle tecniche e nell'organizzazione dei mercati finanziari, come pure all'elaborazione di nuovi strumenti finanziari e alla sempre più grande liquidità da gestire (Griffith Jones, 1995). L'estensione delle opzioni geografiche di investimento di portafoglio potrebbero costituire un potenziale strumento in grado di contribuire ai processi di sviluppo del sistema economico complessivamente inteso.

Essendo, infatti, gli IP una forma *fungibile* di finanza (non avendo una specifica individualità e perciò liberamente sostituibili con altri beni con le stesse caratteristiche), possono essere investiti in diversi settori di impresa, costituendo così uno strumento di primario rilievo in grado di migliorare la capacità competitiva internazionale del paese che acquisisce gli strumenti finanziari ricompresi nella categoria degli investimenti di portafoglio. Si pensi per fare un esempio alle potenzialità del *capital venture* o delle emissioni di titoli con maggiore capitalizzazione, di obbligazioni societarie e derivati nel finanziamento degli investimenti nell'economia reale del paese destinatario. Per i paesi di origine, invece, la presenza nel portafoglio dei non residenti di valori mobiliari, obbligazioni e derivati dei titoli di Stato, può svolgere una funzione significativa nello sviluppo dell'economia e nel miglioramento della contabilità nazionale. Infatti, il paese emittente registra un aumento della liquidità bancaria e un relativo incremento della capacità di erogazione di crediti, fattori in grado di orientare risorse finanziarie in investimenti speculativi, sviluppo delle infrastrutture finanziarie e dei processi di intermediazione, ma soprattutto investimenti nell'economia reale, generando una concreta espansione del sistema economico. Si sta affermando, infatti, insieme con la generale tendenza di perfezionamento delle normative nazionali di regolamentazione e di controllo del settore, la tendenza alla compilazione di codici di autoregolamentazione da parte degli investitori che, assicurando una maggiore trasparenza sulle operazioni, garantiscono una disponibilità più ragguardevole di capitale di rischio per le imprese (Bates, 1999; Podestà, 2001).

A fronte dei potenziali benefici, si devono naturalmente segnalare anche gli aspetti critici degli investimenti di portafoglio, in modo particolare la *volatilità* che produce impatti negativi sul sistema economico, allorché si verificano mutamenti repentini e inattesi nella disponibilità di risorse finanziarie, con conseguente lievitazione nei costi degli strumenti finanziari, alta variabilità dei profitti

attesi e difficoltà nella realizzazione di piani di investimento. La rapida reversibilità e la variabilità delle consistenze degli investimenti di portafoglio configurano, come si sa, una situazione costantemente connotata da instabilità, rischi e incertezze connessi sia alla situazione del paese beneficiario, ma più spesso ai cambiamenti di politica economica del paese esportatore di capitali ⁽¹⁴⁾. Occorre, tuttavia, precisare che a tutto ciò corrisponde anche un'altrettanto rapida capacità di ripresa degli investimenti di portafoglio.

A ben vedere, la finanziarizzazione del sistema economico rivela una notevole complessità – determinata da fattori economici, politici, sociali – non riconducibile a operazioni semplificanti e a schematismi concettuali e ideologici. Già particolare attenzione è stata attribuita alle conseguenze economiche e sociali dei processi di finanziarizzazione e all'ampliamento del capitale *fittizio* nella fase storica in corso del sistema capitalista (Harvey, 1989; 1993; Latouche, 1989; Roberts, 1994; Leyshon e Thrift, 1995; Clark, 2005). Non sarà perciò il caso di approfondire l'analisi in tal senso, ma sarà più utile dedicare attenzione – nello scenario di insieme dei movimenti di capitali – ai flussi di investimenti di portafoglio, che in qualche misura possono confermare l'espansione dei processi di finanziarizzazione del sistema economico mondiale e le sue implicazioni geografiche.

I lineamenti geografici dei flussi di investimento di portafoglio. Una visione di sintesi. – La consistenza acquisita in tempi recenti dagli investimenti di portafoglio fornisce un indicatore rappresentativo dell'espansione dei processi di finanziarizzazione del sistema capitalista del giorno d'oggi. Infatti, se si considera la composizione percentuale del movimento complessivo di capitali e del PIL mondiale, risulta che la media riferibile agli investimenti di portafoglio si situa su grandezze significative, passando dal 22% degli anni 1984-1989 a una soglia compresa tra il 40 e il 60% in periodi successivi (fig. 3). Se si guarda poi alla composizione percentuale dei movimenti internazionali di capitali, risulta con chiara evidenza che l'aumento percentuale degli IP rispetto alle transazioni complessive e al PIL supera anche quella degli investimenti diretti esteri.

Per una migliore comprensione dei fenomeni connessi all'espansione dei flussi di investimenti di portafoglio, è utile riferire che la consistenza in valore assoluto segna un forte aumento, passando dai 902 miliardi di dollari del 1995 a oltre 1.600 miliardi di fine periodo del 2001 e a 3.791 miliardi del 2003 (International Monetary Fund, 2004). Pur non configurando un univoco andamento ascendente, i valori di segno negativo sono immediatamente bilanciati da consistenti incrementi, tanto che possono considerarsi quasi trascurabili nella complessiva dinamica del fenomeno. In modo particolare, l'analisi comparata dei flussi di investimenti di portafoglio con l'evoluzione degli investimenti diretti esteri rivela che, a fronte delle contenute inversioni di tendenza degli investimenti di portafoglio, i

(14) Per esempio i mutamenti della politica monetaria degli Stati Uniti, che nel 1994 hanno determinato una seria caduta nei prezzi degli *assets* nei paesi emergenti, sono stati una delle cause della crisi messicana.

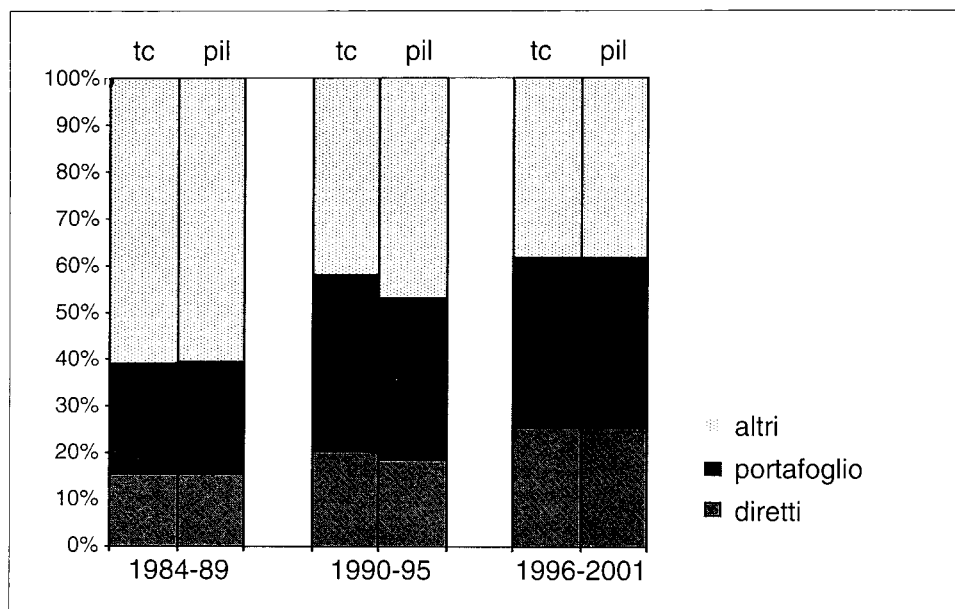


Fig. 3 – *Media degli investimenti di portafoglio e degli investimenti diretti esteri in percentuale rispetto alle transazioni complessive mondiali (tc) e al prodotto interno lordo*

Fonte: elaborazione su dati FMI

flussi di investimenti diretti esteri registrano perdite assai più sensibili. Infatti, se si guarda l'andamento degli IDE, si osservano forti decrementi percentuali rispetto al PIL; mentre, anche nei periodi di più considerevoli flessioni, gli investimenti di portafoglio conservano valori percentuali più elevati rispetto al prodotto interno lordo, a significare che le consistenze finanziarie di portafoglio subiscono riduzioni meno apprezzabili nel movimento globale dei capitali.

Dall'angolo di osservazione della geografia economica, ancor più interessa segnalare che le stime dell'UNCTAD – assegnando ai paesi occidentali quasi l'80% del volume complessivo degli scambi finanziari nei primi anni del 2000 – ravvisano l'inconsistenza della parte destinata ai paesi emergenti e a quelli in via di sviluppo e, in qualche misura, offrono argomenti a sostegno del concetto di *esclusione finanziaria*, già ampiamente esaminato nella letteratura geografica di ambiente anglosassone ⁽¹⁵⁾. Ma una geografia economica del comparto degli investimenti di portafoglio deve documentare il particolare rilievo delle reti di in-

(15) Con questa espressione i geografi di ambiente anglosassone indicano a scala globale la centralizzazione delle risorse finanziarie nei paesi sviluppati (e perciò l'accentuazione degli squilibri mondiali), segnalando in modo particolare il passaggio dalla dipendenza dei paesi sottosviluppati dai prestiti del mondo occidentale all'esclusione dal credito da parte del sistema bancario mondiale. A scala locale, sul concetto di esclusione finanziaria si basano le analisi delle possibilità di accesso al credito e ad altri servizi finanziari delle differenti classi sociali della popolazione (Thrft e Leyshon, 1997; Leyshon e Thrft, 1995).

terrelazioni finanziarie, anche se le difficoltà di attribuzioni delle informazioni statistiche a precisi riferimenti territoriali non sono di poco conto. In special modo, occorre ancora una volta avvertire che l'intervento di operatori in qualità di intermediari nelle transazioni finanziarie rende difficile la precisa identificazione delle controparti di origine e destinazione dei capitali finanziari. Tuttavia, i dati forniti dal Fondo Monetario Internazionale per gli anni dal 2000 al 2003, indicativi dell'origine e destinazione dei flussi dei paesi dell'OCSE che si situano nelle prime dieci posizioni della graduatoria mondiale, possono costituire un utile strumento per rappresentare, almeno per grandi linee, lo scenario di insieme dell'interscambio di flussi finanziari. E, trattandosi dei paesi economicamente più avanzati, con una soglia elevata di innovazione finanziaria, di efficienza operativa e di capacità di profitti, e in particolare movimentando oltre il 70% degli IP dell'area OCSE complessivamente considerata, sono significativi per una visione d'insieme delle relazioni del sistema finanziario del mondo sviluppato.

Nel triennio indicato risulta in maniera inequivocabile la posizione dominante degli Stati Uniti che nel 2003 contano per il 28% circa delle operazioni di investimento di portafoglio del totale complessivo dei primi dieci paesi dell'area OCSE. Insieme con gli Stati Uniti si situano nelle prime posizioni della scala gerarchica Gran Bretagna, Germania, Paesi Bassi in vario ordine nei differenti anni considerati, seguiti dalla Francia, dal Lussemburgo e dal Giappone. Ma più ancora interessa svolgere alcune riflessioni sulle indicazioni fornite dall'analisi della direzione dei flussi all'interno dell'area formata dai paesi più sviluppati. I flussi più consistenti sono scambiati tra Stati Uniti, Giappone e Gran Bretagna e tra Germania, Lussemburgo e Francia. In particolare, al Giappone e alla Gran Bretagna è destinato rispettivamente il 10 e il 23% del totale degli IP degli Stati Uniti. Anche il movimento in direzione degli Stati Uniti dai paesi indicati registra grandezze non trascurabili, situandosi rispettivamente sul valore del 15 e dell'11% (fig. 4).

I risultati delle elaborazioni statistiche che si sono riferite sono ancora lontani dal necessario approfondimento. Tuttavia, queste indicazioni possono già offrire utili argomenti per una riflessione sulla geografia finanziaria del mondo sviluppato, che configura un aggregato regionale costituito dai paesi più avanzati dell'area OCSE, con una supremazia indiscutibile (e per il momento ancora incontrastata) degli Stati Uniti, che in tal senso costituiscono il *polo dominante*, non soltanto in base alle consistenze dei capitali che attivano o ricevono, ma soprattutto per l'ampiezza dell'area di influenza delle decisioni di politica economica nazionale. In una diversa prospettiva di scala, lo spazio finanziario globale dominato dagli Stati Uniti rivela partizioni geografiche determinate dal ruolo svolto da *poli influenti* (Kindleberger, 1987) che per gli anni in esame sono rappresentati, in riferimento alle grandezze di operazioni in investimenti di portafoglio, dal Giappone, dalla Gran Bretagna, dalla Francia, dalla Germania.

Un'analisi attenta alle implicazioni geografiche deve necessariamente orientarsi alla considerazione delle caratteristiche riferibili ai processi storici e culturali dei vari paesi, per interpretare correttamente le indicazioni derivate dall'esame delle consistenze e della direzione dei flussi di investimenti di portafoglio. A ciò consegue l'identificazione nell'ambito dei paesi più sviluppati di due macroaree

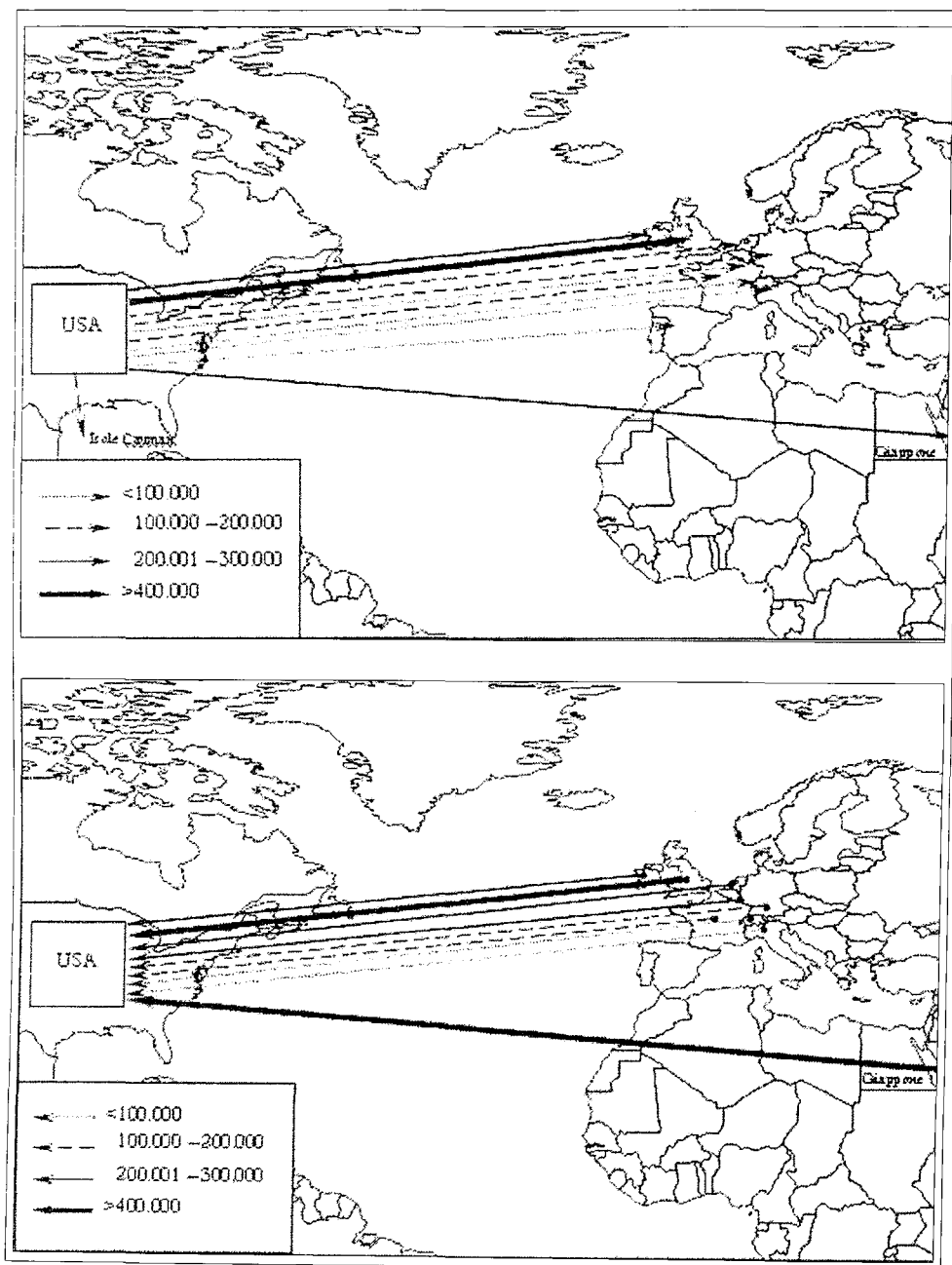


Fig. 4 – *I flussi di investimenti di portafoglio tra il polo dominante e i principali poli influenti nel 2003*

Fonte: elaborazione su dati FMI

finanziarie, quella anglosassone formata dall'America Settentrionale e dalla Gran Bretagna, e quella tedesca che oltre alla Germania e alla Francia ricomprende anche il Giappone. Il sistema finanziario dei paesi anglosassoni, come si sa, è orientato al mercato dove si trattano strumenti azionari, obbligazioni e derivati complessivamente designati con l'espressione «valori mobiliari», mentre la connotazione più evidente di quello tedesco (e di quello giapponese) è riferibile al carattere bancocentrico, basato prevalentemente sull'attività bancaria e perciò contraddistinto dalla prevalenza di strumenti di intermediazione creditizia ⁽¹⁶⁾.

In altre parole, il sistema finanziario tende ad aggregare insieme territoriali con caratteri di analogia strutturale dei mercati finanziari, che si manifestano in modo evidente nella natura degli strumenti finanziari che si scambiano. A un'analisi più particolareggiata delle tipologie degli strumenti finanziari che formano gli investimenti di portafoglio (vale a dire i titoli azionari, debiti a lungo termine e debiti a medio e breve termine) risulta, infatti, che i paesi dell'area anglosassone sono tradizionalmente più propensi a emettere sul mercato titoli azionari – che costituiscono oltre la metà degli *assets* di investimenti di portafoglio. Nei paesi indicati come «area del capitalismo renano» invece prevalgono decisamente le attività formate per oltre il 60% da titoli di debito con scadenza a lungo termine (Albert, 1993; Nardozzi, 1983; Dore, 2000).

Tuttavia, ancora una volta si deve precisare che la realtà sfugge a ogni schematismo concettuale: anche nel contesto di queste situazioni convergenti emergono fattori discordanti, che smentiscono i caratteri di significato univoco che si segnalano negli insiemi territoriali apparentemente omogenei. Sono significative a questo proposito alcune riflessioni svolte sui rapporti finanziari tra gli Stati Uniti e il Giappone. Infatti, esaminando le relazioni finanziarie tra i due paesi nel periodo compreso tra il 1998 e il 2001, le transazioni finanziarie sono assimilate a un'operazione di *price discounting* ⁽¹⁷⁾. In altre parole i flussi di investimenti di portafoglio tra il Giappone e gli Stati Uniti rappresentano una situazione di notevoli attività per il sistema nipponico che, con l'acquisto di titoli di Stato americani, si configura come paese creditore rispetto agli Stati Uniti. Questi ultimi, invece, che hanno privilegiato operazioni di investimento in quote di partecipazione azionaria nelle imprese industriali e nelle società finanziarie del

(16) Nella letteratura specialistica si riscontra una prima grande suddivisione che distingue il capitalismo anglosassone di matrice statunitense da quello europeo, di stampo tedesco (renano). Come si sa i connotati distintivi dell'organizzazione capitalista degli Stati Uniti si possono segnalare in forma di estrema sintesi nella forte presenza del privato e nella conseguente limitata azione del settore pubblico, nell'attribuzione di autonomia e responsabilità al singolo individuo con tutte le conseguenze che ne derivano nel sociale in termini di *welfare*. Al contrario, il capitalismo renano contempla, pur in un'organizzazione efficiente di mercato, la compresenza di pubblico e privato in grado di garantire sostegno alle fasce sociali più deboli. Per il capitalismo anglosassone, *shareholder*, si veda Martin (1998).

(17) In questo caso l'operazione di *price discounting*, come riporta il dizionario di *Wikipedia*, è un'operazione di compravendita di beni diversi con una riduzione di prezzo uguale all'ammontare dell'interesse che si accumulerebbe alla scadenza di uno di essi, per conseguire un equilibrio dei profitti tra le due controparti.

Giappone, costituiscono il principale mercato di sbocco dei prodotti giapponesi in relazione alla forza del dollaro nei confronti dello yen (Laulajainen, 2004; 2005). Ciò vale a comprovare che la natura delle transazioni finanziarie è determinata da norme e processi nazionali e sovranazionali che si intersecano con visibile intensità con norme e processi a livello globale. In tal senso, è evidente la rimozione di qualsiasi ipotesi di disgregazione del rapporto tra finanza e territorio. E risulta evidente il ruolo di primaria importanza dei fattori istituzionali nell'assetto dello spazio finanziario sempre più aperto a rapporti transnazionali, ma pur sempre configurato come un insieme di unità territoriali regolate dalla politica economica degli Stati-nazione e/o di raggruppamenti di Stati-nazione che condividono informazioni, incertezze, rischi, strategie e regole di controllo sulla circolazione dei capitali e perseguono obiettivi comuni sulla remunerazione del capitale finanziario (Harribey, 1999; Martin, 1998; Laulajainen, 2000; Tickell, 2000). Ne consegue un'organizzazione dello spazio geografico complessa e mutevole, movimentata dai flussi di capitali a carattere prevalentemente speculativo che si muovono da un obiettivo all'altro alla ricerca del maggior profitto, riducendo fortemente i tempi di *turn over*, grazie anche alle opportunità operative offerte dalle evolute tecnologie di comunicazione, ai costi sempre meno onerosi delle transazioni, all'intensificarsi dei processi di deregolamentazione. Tutto ciò è chiaramente rappresentato dalla crescente componente speculativa del risparmio, dalla concentrazione della ricchezza finanziaria e dai conseguenti fenomeni di marginalizzazione a scala mondiale, come pure dall'accentuarsi delle ineguaglianze di reddito e di condizioni di vita all'interno degli stessi paesi a economia avanzata – che a loro volta richiamano altre problematiche geografiche connesse all'esigenza di ridefinizione delle politiche del *welfare*. In queste pagine non sarà certo possibile l'approfondimento di discorsi che coinvolgono i principi fondanti della convivenza della società umana, ma si cercherà più semplicemente di introdurre, almeno per grandi linee, lo studio del caso italiano nello scenario mondiale della forte accelerazione degli investimenti finanziari.

L'Italia nel quadro internazionale del processo di finanziarizzazione. – Considerando il peso significativo che negli ultimi decenni ha acquisito anche nel nostro paese l'economia finanziaria, sia in valore assoluto sia in comparazione rispetto all'economia reale, qualche riferimento più circostanziato ai flussi di investimenti di portafoglio può contribuire a una migliore comprensione dei meccanismi che muovono (o condizionano) l'evoluzione del sistema economico nazionale ⁽¹⁸⁾.

(18) I geografi economisti, come si è avuto modo di accennare in altre sedi, hanno studiato con attenzione i processi dei recenti mutamenti del sistema economico e le relative implicazioni territoriali, conseguendo esiti di sicuro interesse nell'elaborazione di strumenti concettuali e di metodi adeguati per l'interpretazione della nuova configurazione geografica dello sviluppo del nostro paese. Mentre indagini orientate all'interpretazione delle proiezioni internazionali delle più importanti aree urbane utilizzano come indicatori particolarmente rappresentativi del fenomeno le funzioni dei servizi finanziari. Si rimanda ai lavori di Bonaverò (1997) e di Conti e Sforzi (1998).

Per sottolineare ancora una volta le difficoltà riferibili all'analisi delle grandezze finanziarie e alla complessità dell'universo dell'industria finanziaria, occorre segnalare le valutazioni di segno opposto rilevate sulla *performance* dell'Italia da due delle più accreditate agenzie di *rating* internazionali ⁽¹⁹⁾. Così la Economist Intelligence Unit, sulla base della stabilità economica, dell'apertura commerciale, della qualità complessiva del sistema fiscale, riscontra una situazione di generale miglioramento dell'Italia, conforme negli ultimi anni a quella dei paesi europei più avanzati. Giudizi formulati in altra sede e basati sugli stessi parametri, pur ravvisando la riduzione del divario che separa l'Italia dalle aree più sviluppate, rilevano la persistenza di ostacoli che impediscono di registrare valori prossimi a quelli della media europea (Committeri, 2004).

È difficile discutere la validità delle stime elaborate dagli indicati organismi, e non è questa certamente la sede. Si ritiene, tuttavia, corretto condividere l'opinione di quanti segnalano, sulla base dell'apprezzamento del ritmo di aumento elevato del *turn over* finanziario insieme con l'eliminazione dei controlli valutari avvenuta nel 1988, un processo di allineamento dell'Italia ai mercati finanziari internazionali più avanzati. Tale convincimento è confortato dal semplice riferimento alla tendenza espansiva dell'indice di finanziarizzazione dell'economia italiana. L'indicatore, calcolato dalla Banca Mondiale sulla base del rapporto tra «le varie componenti delle attività quotate sui mercati finanziari e il prodotto interno lordo», rappresenta in maniera sufficientemente efficace l'incidenza dell'economia finanziaria rispetto all'economia complessiva di un sistema paese (World Bank, annate varie).

Per l'Italia l'indice di finanziarizzazione negli anni più recenti, e precisamente nel 2001, si situa sul valore di 1,74 – rilevando una propensione inequivocabile ad allinearsi alle situazioni configurate dai paesi più sviluppati, e in qualche misura la rimozione delle tradizionali difficoltà e carenze (mi riferisco in particolare all'inconsistenza dei mercati finanziari e all'assoluto privilegio accordato all'intermediazione creditizia), che per molti decenni hanno segnato negativamente il sistema finanziario italiano. Infatti, alla svolta degli anni Novanta, si consolida quella fase di grandi mutamenti avviata già nel decennio precedente, sostenuta da normative di settore operanti nel segno della liberalizzazione dei movimenti di capitali, dal recepimento delle direttive comunitarie, nonché dall'elaborazione di nuovi e sofisticati strumenti finanziari che imprimono una notevole accelerazione all'espansione dell'economia finanziaria e alla conseguente acquisizione di una posizione di rilievo nello scenario finanziario internazionale (Lucia, 1999; 2003).

(19) Le agenzie di *rating* sono agenzie specializzate nella valutazione delle capacità di un individuo o di una compagnia (o di un sistema-paese) di solvenza di un debito e perciò offrono agli operatori finanziari strumenti per la percezione e una migliore gestione dei rischi. Le agenzie di *rating* naturalmente devono soddisfare ai requisiti di obiettività, indipendenza, trasparenza e pubblicità delle risorse organizzative e credibilità delle procedure (Simone, 2005).

Tab. 1 – *Il rapporto tra attività finanziarie e ricchezza reale in Italia e in alcuni dei principali paesi del mondo. L'evoluzione nell'ultimo scorcio del secolo XX*

Paesi	Anno	Attività finanziarie lorde (AF)	Ricchezza reale (RR)	FIR (AF/RR)
Italia	1980	1.342.318	1.516.861	0,87
	1998	11.414.730	8.519.888	1,34
Francia	1980	13.4415	12.755	1,05
	1998	70.766	30.495	2,32
Germania	1980	5.426	6.693	0,81
	1998	24.892	17.899	1,39
Regno Unito	1980	1.489	1.104	1,35
	1996	8.334	2.914	2,86
Stati Uniti	1980	13.816	13.007	1,06
	1996	58.267	27.932	2,09
Giappone	1980	1.102.720	1.373.029	0,80
	1996	4.276.003	3.252.175	1,31

Fonte: Ciocca (2001)

Il valore dell'indice di finanziarizzazione segna in Italia, ad analogia di tutti i paesi sviluppati, un significativo progresso tra il 1991 e il 1996, passando da 1,25 a 1,51. Alla svolta del nuovo millennio, come si diceva, l'indice considerato si situa a un livello certamente inferiore a quello degli Stati Uniti (2,72) e a quello della Gran Bretagna (2,08), ma nell'ambito dell'area euro consegue i valori più elevati, superando anche quello conseguito dalla Germania (1,06) (Ciocca, 2000).

A risultati sostanzialmente analoghi perviene anche l'analisi del FIR («Financial Interrelation Ratio»), che rappresenta il rapporto tra le attività finanziarie lorde (liquide, creditizie, immobiliari) e la ricchezza reale nazionale (impianti, macchinari, scorte, edifici, terreni). L'indice FIR – che nel 1980 si situava sul valore di 0,9 – è salito a 1,3 nella seconda metà degli anni Novanta, allineandosi con i valori conseguiti dalla Germania e dal Giappone ⁽²⁰⁾.

Seppure rappresentativo dei rapporti tra economia finanziaria ed economia reale, l'indice di finanziarizzazione, così come il FIR, sono pur sempre valori estremamente sintetici e la loro interpretazione esige l'apprezzamento di altri indicatori. In modo particolare, gli investimenti di portafoglio, in una prospettiva di comparazione con gli investimenti diretti e con i capitali che circolano per il pa-

(20) Il FIR (indice concettualizzato da Raymond Goldsmith) per l'Italia risulta di molto inferiore a quello degli USA (2,1) e della Gran Bretagna (2,9) (Ciocca, 2001).

gamento di beni e servizi, possono agevolare l'interpretazione del significato dell'indice di finanziarizzazione e del FIR dell'Italia e risultare alquanto esemplari del ruolo dell'economia finanziaria nello sviluppo economico del sistema paese.

Dall'indagine svolta, sui dati forniti dall'Ufficio Italiano dei Cambi della Banca d'Italia e dal Fondo Monetario Internazionale, risulta che gli investimenti di portafoglio segnano una notevole tendenza ascendente a partire dalla svolta degli anni Novanta del Novecento, realizzando a metà dello stesso decennio un valore pari al 12% del prodotto interno lordo. Se si guardano le consistenze di attività e passività nazionali sull'estero, risalta con grande evidenza la prevalenza di queste ultime, che nel 1990 raggiungono la soglia del 22% in termini di PIL, valore inferiore a quello osservato per i paesi tradizionalmente più aperti dal punto di vista finanziario, ma tuttavia corrispondente alla media delle economie finanziarie del mondo occidentale.

Da un esame più approfondito e dettagliato del comparto dei flussi di investimenti di portafoglio si apprende che nel periodo 1996-2001 lo stesso indicatore, ossia il valore delle *liabilities* rispetto al PIL, registra un ritmo di crescita superiore a quello degli anni precedenti. In una prospettiva di comparazione internazionale – l'Italia con una quota pari al 55% si situa in una posizione intermedia tra i paesi del G7 e i paesi membri dell'UE che segnano una quota di *liabilities* pari rispettivamente al 46 e al 76% del prodotto interno lordo. Si deve tuttavia precisare che in confronto ai paesi indicati, i titoli del debito pubblico (obbligazioni e titoli del mercato monetario) presenti nelle passività complessive nazionali dei flussi di investimenti di portafoglio sono decisamente preponderanti, costituendo a fine periodo del 2003 il 75%, valore sensibilmente superiore anche a quello dei paesi con un debito pubblico più consistente di quello italiano (Ambrosiano e Turati, 2000; Banca d'Italia, 2003; Committeri, 2004).

Indicazioni più efficaci del significato dell'espansione dell'economia finanziaria nel nostro paese derivano da un'analisi comparata tra l'evoluzione delle grandezze finanziarie riferibili agli investimenti di portafoglio e agli investimenti diretti esteri. Informazioni dettagliate sono fornite a partire dalla fine degli anni Novanta dall'Ufficio Italiano dei Cambi che ha già uniformato le metodologie di rilevazione statistica alle direttive del Committee on Balance of Payments Statistics. I dati di fine periodo del 1997 e dell'anno successivo documentano che gli investimenti complessivi di portafoglio sono circa il doppio degli investimenti diretti esteri. A fronte della netta caduta, nel biennio seguente, dei due comparti finanziari e della successiva (e decisa) ripresa nel 2002, gli IP conseguono un aumento vicino al 90% rispetto all'anno precedente, mentre gli investimenti diretti esteri registrano un andamento di segno negativo pari al 31%. Tra il 2002 e il 2003, invece, sia gli investimenti di portafoglio sia gli investimenti diretti esteri sono contrassegnati da una tendenza discendente. Ma la perdita degli investimenti diretti esteri si aggira sul 25%, mentre la flessione degli investimenti di portafoglio è contenuta entro il 7%. In sostanza, rispetto al movimento totale dei capitali, gli investimenti di portafoglio rappresentano una quota progressivamente più consistente, che nel 2002 si situa sul valore del 50%. La partecipazione percentuale degli investimenti diretti rispetto all'ammontare dei flussi di capi-

tali, invece, registra nello stesso periodo di tempo una diminuzione sensibile, passando dalla soglia del 70% al valore del 34% (Committeri, 2004).

A ben vedere, l'indicazione di tendenza configurata dall'analisi delle informazioni statistiche documenta nel caso italiano una situazione di debolezza dell'economia reale che dimostra una scarsa capacità di attrazione di capitali esteri e potenzialità sempre meno dinamiche di proiezioni sull'estero.

Se si guarda alla direzione dei flussi di investimenti di portafoglio, sono evidenti gli intensi rapporti dell'Italia con i paesi membri dell'UE e segnatamente con i paesi dell'area dell'euro che rappresentano una destinazione privilegiata, avendo ricevuto nel 2003 l'80% degli *outflows* italiani ⁽²¹⁾. Una dinamica altrettanto ascendente documentano anche gli *inflows* provenienti dalla stessa area geografica – che dai 24,2 miliardi di euro del 2002 raggiungono una consistenza pari a 57,0 miliardi di fine periodo nel 2003. Si deve tuttavia osservare che lo scambio degli strumenti finanziari che costituiscono il comparto degli investimenti di portafoglio con i paesi dell'area euro rivela per gli *outflows* una evoluzione ascendente, ma contenuta, del comparto azionario, mentre i titoli obbligazionari registrano aumenti più consistenti. Infatti, negli anni più recenti, e segnatamente tra il 2002 e il 2003, gli afflussi in titoli azionari hanno segnato un aumento del 9% circa, passando da 112 a 122 miliardi di euro. Al contrario, le obbligazioni contano nello stesso periodo un aumento pari al 24% circa, passando da 170 a 211 miliardi di euro.

Queste ultime indicazioni rappresentano una situazione di criticità del nostro sistema economico, che appare con immediata evidenza anche a fronte della più recente tendenza dei paesi dell'Unione Europea a contenere i disinvestimenti delle quote azionarie emesse dalle imprese italiane. E la debolezza dell'economia produttiva dell'Italia è palese in maniera inequivocabile se si considerano le consistenze dei titoli azionari esteri detenuti da residenti ⁽²²⁾. Infatti, nel 2003 il capitale di rischio delle imprese straniere detenuto nel portafoglio nazionale ammonta a 74 miliardi a fronte dei 64 del 2002, registrando un aumento di quasi il 16%.

A ben vedere, l'analisi (suscettibile naturalmente di ulteriori approfondimenti) del caso italiano è sufficientemente rappresentativa dell'esigenza di una stretta correlazione tra la *performance* delle attività produttive e del sistema finanziario per un corretto sviluppo economico, come dovrebbero insegnare le drammatiche vicende (sempre più frequenti) degli ultimi anni connesse al sopravvento del capitale fittizio ⁽²³⁾, non soltanto nel nostro paese, ma in tutti i paesi a capitalismo avanzato (Galimberti, 2002). Ma gli specialisti della materia e gli organismi finanziari avvertono (pur in presenza di crisi finanziarie globali) che non è reali-

(21) Nel 2003 gli investimenti di portafoglio verso i paesi dell'euro sono passati da 10,8 a 58,5 miliardi di euro (Ufficio Italiano Cambi, 2004).

(22) Un peso significativo spetta ai titoli azionari degli Stati Uniti (27% del totale complessivo) e del Giappone (17,4%) (Banca d'Italia, 2004).

(23) Basterebbe ricordare la vicenda ENRON e per il nostro paese il caso Cirio e la crisi più recente della PARMALAT.

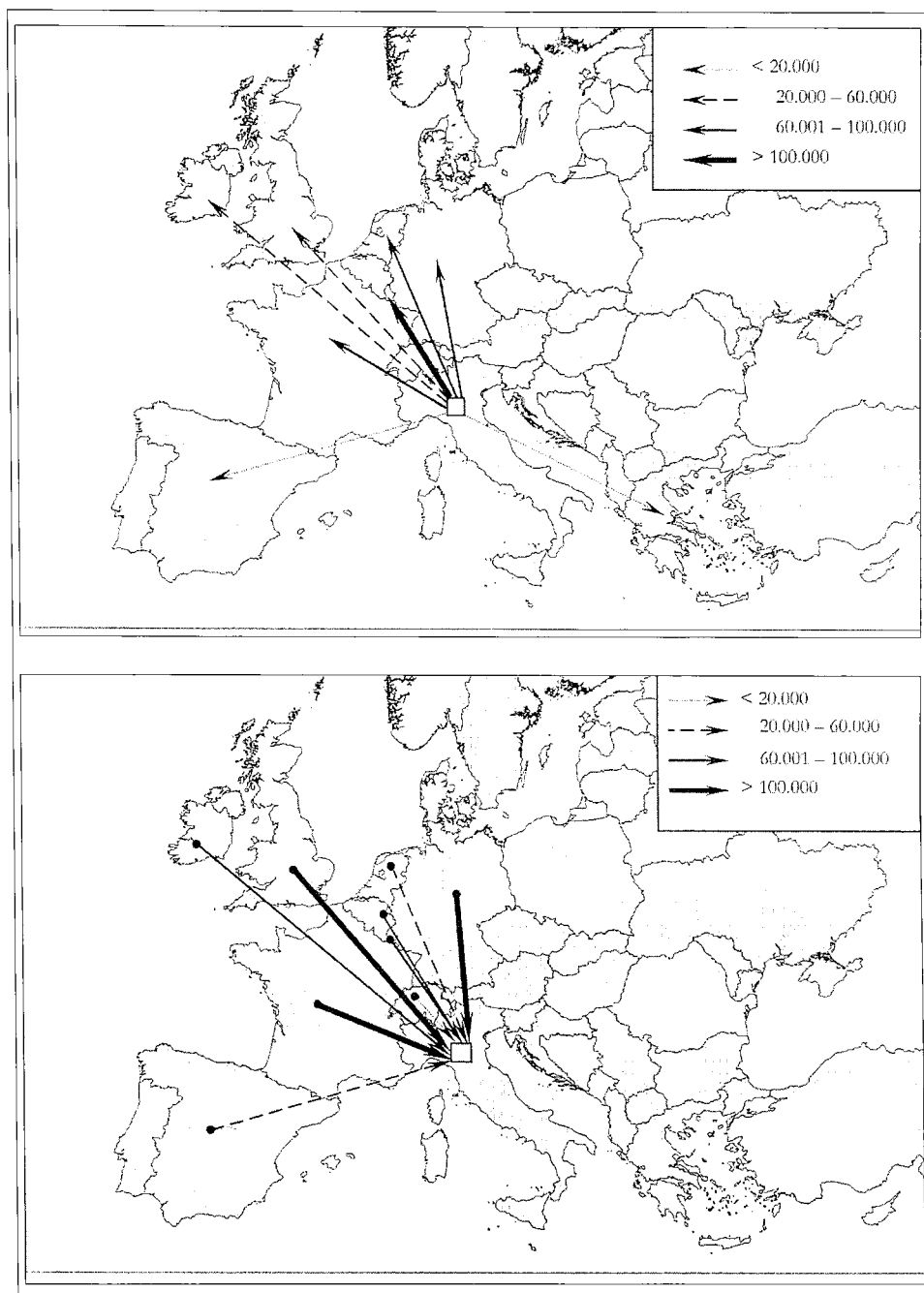


Fig. 5 – I flussi di investimenti di portafoglio tra l'Italia e i paesi dell'UE nel 2003

Fonte: elaborazione su dati FMI

stico pensare a restrizioni e vincoli al sistema finanziario – richiamando invece, nel contesto dei processi di deregolamentazione in atto, la necessità improrogabile di normative globali e nazionali di politica economica adeguate a rimuovere o quanto meno a controllare e gestire i rischi degli investimenti finanziari.

Movimenti di capitali. Metafore geografiche e modelli economici. – Guardando agli investimenti di portafoglio dal punto di osservazione della geografia economica, si deve riferire che la componente finanziaria, e segnatamente la caratteristica di volatilità che attiva sempre nuove relazioni finanziarie (trasformando in breve tempo anche rapporti consolidati tra i vari paesi), contribuisce a rafforzare la strutturazione fluida dello spazio economico già avviata dai mutamenti dell'economia produttiva.

In tal senso può risultare particolarmente utile la riflessione di Charles Kindleberger (1987), là dove (con speciale riferimento alla tipologia e alla durata dell'investimento finanziario) rileva in qual misura i capitali *non* si muovono per «espansione» in maniera uguale verso tutti i paesi del mondo, essendo invece influenzati nella direzione e nell'ampiezza dalla decisione degli investitori istituzionali e dagli eventi di vario genere che si verificano a scala globale ⁽²⁴⁾. Ciò configura una situazione di forte «centralizzazione» delle attività finanziarie in poche aree del mondo sviluppato. Concentrare domanda e offerta di capitali in un numero ristretto di centri finanziari significa poi, non soltanto realizzare economie di agglomerazione (e perciò riduzione dei costi e dei tempi delle attività di transazione), ma ancor più assicurare in un mercato allargato una maggiore garanzia e una migliore gestione dei rischi.

In questa prospettiva di analisi, si deve ricordare la suggestiva immagine di Gordon Clark (2004), che assimila il movimento dei capitali a quello del mercurio. Ricorrendo alla metafora *money flows like mercury*, in modo efficace l'autore indica interessanti punti di riflessione geografica per lo studio dei flussi di capitali, evocando proprietà chimiche dell'elemento (peso specifico, densità e relativa viscosità) che determinano la velocità e le modalità del movimento, che anche su una superficie uniforme (e in assenza di ostacoli) *fluisce* secondo una precisa e determinata direzione. Perciò la metafora suggerisce che i flussi di capitali tendono a fare «massa», in analogia con la densità e viscosità del mercurio e, in forza di tali caratteristiche, a concentrarsi nei centri finanziari più importanti. I capitali, a ben vedere, seguono le indicazioni delle istituzioni finanziarie internazionali che, come si sa, segnano la direzione del movimento in un mercato, talvolta orientato dalle opinioni più che non da mutamenti oggettivi della domanda e dell'offerta (Strange, 1986). La metafora *money flows like mercury* richiama anche altre similitudini, ma quanto si è segnalato costituisce certamente il profilo della riflessione di Clark maggiormente illuminante nella prospettiva delle indagini geografiche. Ne risulta ulteriormente confermato che nel processo di globalizzazione del sistema finanziario i flussi di capitale con carattere preva-

(24) È il lavoro basato sulla *lecture* tenuta a Cambridge in memoria di Alfred Marshall.

lentemente speculativo non seguono le regole di altri movimenti di capitali, e tanto meno la direzione di circolazione dei beni reali.

Analisi intese a elaborare schemi rappresentativi della circolazione dei flussi di capitali non sono mancate neppure nell'ambito della letteratura economica. Ma anche le più accreditate dovevano rilevare con ogni evidenza la difficoltà (se non l'impossibilità) di delineare un modello sufficientemente rappresentativo della realtà: si pensi agli esiti delle indagini che assumono come riferimento privilegiato la distinzione degli strumenti finanziari di nuova emissione da quelli già presenti sul mercato, identificando (e distinguendo tra) un *modello dei flussi* e un *modello del portafoglio*.

Il modello dei flussi configura capitali che si dirigono da paesi con forte accumulo di risparmi verso altri in cui la domanda di investimenti supera la disponibilità di risorse, costituendo un impianto concettuale utile all'interpretazione delle relazioni finanziarie tra paesi più avanzati e paesi meno sviluppati. Al contrario, le transazioni di strumenti finanziari già presenti sul mercato sono finalizzate per lo più agli aggiustamenti della composizione del portafoglio, così da essere quanto mai rappresentative dei rapporti tra paesi finanziariamente più sviluppati. E tuttavia, ancora una volta, la realtà risulta più complessa dei modelli concettuali, in ogni caso essendo tutt'altro che agevole derivare univoche conseguenze dalla distinzione (non sempre soddisfacente) fra strumenti di nuova emissione e strumenti già presenti sul mercato.

Per una migliore comprensione dei punti di debolezza dei tentativi di rappresentazione schematica dei movimenti di capitali può essere utile riferire alcuni esempi riportati nella letteratura specialistica (Kindleberger, 1987). È esemplare il caso dei paesi europei in *deficit* di risorse, che nel secondo dopoguerra più di altri hanno collocato strumenti finanziari sui mercati internazionali per reperire liquidità. La consistente quantità di titoli emessi in quella fase storica è stata però acquistata sul mercato di New York per la gran parte dagli stessi investitori residenti nei paesi debitori. Altrettanto significativa è la situazione che si è talora verificata in Canada, allorché i consistenti flussi di capitali provenienti dagli Stati Uniti risultano formati da investimenti diretti canadesi in USA riportati nel paese d'origine attraverso l'acquisizione di titoli azionari emessi dalle imprese statunitensi. Ciò rivela in qual misura le operazioni internazionali sui titoli azionari tra due Stati-nazione possono configurare transazioni che riportano capitali nel paese di origine degli strumenti finanziari.

In ogni caso, direzione ed entità dei flussi costituiscono una variabile dipendente da numerosi e complessi fattori, dai grandi eventi della politica, dalle interrelazioni tra mercati finanziari e apparati di governo, dalle strategie degli investitori istituzionali e segnatamente dalle *policies* dei fondi-pensione che in forza delle grandezze dei capitali movimentati svolgono un ruolo sempre più determinante nel contesto dei mercati finanziari. Ma lasciando sullo sfondo le discussioni di ordine teorico intese a elaborare (astratti) modelli e schemi di circolazione dei capitali di natura speculativa, sarà utile mettere ancora una volta in evidenza lo stretto rapporto che intercorre tra l'insieme delle attività finanziarie e i complessivi processi di sviluppo economico.

Già sono state segnalate le conseguenze degli investimenti di portafoglio sul sistema economico, e già si è avvertito che alle interrelazioni tra attività finanziarie ed economia reale sono state variamente riconosciute valenze di diverso segno. Ma è ormai universalmente condiviso l'assunto che la mobilità dei capitali rappresenta una condizione fondamentale per attivare processi di sviluppo sia nei paesi avanzati, sia in quelli storicamente arretrati, sia infine nei paesi in fase di transizione. Ma gli esiti dei processi di interazione tra economia finanziaria ed economia reale sono una variabile dipendente dalle regole di ordinamento dei mercati. Regole di garanzia di loro trasparenza, di efficiente operatività, di correttezza e di stabilità, assieme ad altre ancora. In questo senso si è ormai infinite volte rilevato che i processi di integrazione e interdipendenza dei mercati di inizio secolo portano con sé l'esigenza di globale e incisiva condivisione delle normative di funzionamento e di pubblica vigilanza dell'economia finanziaria alla scala sovranazionale. Da ciò la crescente domanda di regole con carattere di imperatività, ma anche di *soft rules* capaci di armonizzare gli obiettivi e le aspettative del sistema finanziario mondiale con quelli di singoli Stati-nazione, a loro volta chiamati ad allineare politica economica e strutture produttive del singolo sistema paese alle prescrizioni di un comprensivo ordinamento internazionale.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- ALBERT M., *Capitalismo contro capitalismo*, Bologna, Il Mulino, 1993.
- AMBROSIANO M.F. e G. TURATI, *Italia e investimenti internazionali di portafoglio*, ASSBB, 2000, pp. 92-108 (www.assbb.it/cmi/2000).
- AMIN A. (a cura di), *Post-fordism: A Reader*, Oxford-Cambridge, Blackwell, 1994.
- ARRIGHI G., *Il lungo XX secolo*, Milano, Il Saggiatore, 1999.
- BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale*, Roma, 2003; 2004, 2005.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *The BIS Statistics on International Banking and Financial Market Activity*, 1995, 2003 (www.bis.org/statistics).
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *Joint BIS-IMF-OECD-World Bank Statistics on External Debt* (www.bis.org/statistics).
- BARRUCCI P., *Economia globale e sviluppo locale. Per una dialettica della modernità avanzata*, Pisa, Universitaria Felici, 1998.
- BATES J., *International Capital Flows, Foreign Investment and Trade, Trade and Global Market*, Progressive Policy Institute, 1999 (coll. «Fact Sheet») (www.ppionline.org).
- BOLTANSKI L. ed E. CHIAPELLO, *Le nouvel esprit du capitalisme*, Parigi, Gallimard, 1999.
- BONAVERO P., *L'apertura internazionale del sistema urbano italiano nel contesto europeo*, in G. DEMATTEIS e P. BONAVERO (a cura di), *Il sistema urbano italiano nello spazio unificato europeo*, Bologna, Il Mulino, 1997, pp. 243-297.
- BRAUDEL F. *La dinamica del capitalismo*, Bologna, Il Mulino, 1981.
- BRAUDEL F., *Civiltà materiale, economia e capitalismo*, Torino, Einaudi, 1981-1982.

- CAMERON R. (a cura di), *Le banche e lo sviluppo del sistema industriale*, Bologna, Il Mulino, 1975.
- CIOCCA P., *La nuova finanza in Italia. Una difficile metamorfosi (1980-2000)*, Torino, Bollati Boringhieri, 2000.
- CIOCCA P., *Le nuove «forme» della finanza in Italia*, in A. ALESSANDRINI (a cura di), *Il sistema finanziario italiano tra globalismo e localismo*, Bologna, Il Mulino, 2001.
- CLARK G.L., *Money flows like Mercury: The Geography of Global Finance*, Oxford, School of Geography and the Environment, 2004 («Working Papers Series», 1).
- CLARK G.L., *Setting the Agenda: The Geography of Global Finance*, Oxford, School of Geography and the Environment, 2005 («Working Papers Series», 3).
- CLARK G.L., T. HEBB e D. WÒJCIK, *Institutional Investors and the Language of Finance: The Global Metrics of Market Performance*, Oxford, School of Geography and the Environment, 2005 («Working Papers Series», 5).
- COMMITTERI M., *Investire in Italia? Risultati di una recente indagine empirica*, in «Temi di Discussione del Servizio Studi della Banca d'Italia», Roma, 2004, 491.
- CONTI S., *Geografia economica. Teorie e metodi*, Torino, UTET, 1996.
- CONTI S. e F. SFORZI, *Il sistema produttivo italiano*, in P. COPPOLA (a cura di), *Geografia politica delle regioni italiane*, Torino, Einaudi, 1998, pp. 278-336.
- DE BENOIST A., *La terza età del capitalismo*, in «Diorama», 2000, 238 (www.diorama.it).
- DE MARCHI E., *Capitalismo industriale nella elaborazione dei classici*, in *Storia del pensiero economico*, 1994 (www.dse.unifi.it/spe/indici/numero35/marchi.html).
- DOCCIOLI P., *Reti finanziarie, Europa delle regioni e ruolo delle banche locali: alcune considerazioni sul caso toscano*, in *Atti del XXVIII Congresso Geografico Nazionale (Roma, 2000)*, Roma, 2003, pp. 3006-3018.
- DORE R., *Stock Market Capitalism. Welfare Capitalism, Japan and Germany versus the Anglo-Saxons*, Oxford, Oxford University Press, 2000.
- DUGHIN A., *Il finanziarismo, stadio supremo del capitalismo*, in «Poliarnaja Zvezda», Ižesvk, 2002, 6 (consultabile in versione italiana in http://utenti.lycos.it/Eurasian_Web-Site/dugin_fin.html).
- Economics and Business*, Bologna, Zanichelli, 1986.
- EVANS K., *Foreign Portfolio and Direct Investment. Complementarity, Differences and Integration*, in *Global Forum on «International Investment. Attracting Foreign Direct Investment for Development» (Shanghai, 5-6 December, 2002)* (www.oecd.org/dataoecd/54/25/2764.pdf).
- GALIMBERTI F., *Economia e pazzia, crisi finanziarie di ieri e di oggi*, Roma-Bari, Laterza, 2002.
- GOODFRED M., *The Nature of the Eurodollar*, Richmond, Federal Reserve Bank of Richmond, 1998.
- GRAHAM J.P. e R.B. SPAULDING, *Understanding Foreign Direct Investment*, 2004 (www.going-global.com/articles).
- GRIFFITH JONES S., *The Regulatory Challenges for Source Countries of Surges in Capital Flows*, Washington, International Monetary Fund, 1995 (www.southerncentre.org/info/southbulletin/html).

- HARRIBEY J.M., *Capitalismo finanziario e tassa Tobin*, 1999 (<http://attac.org/fra/doc/honibey.htm>).
- HARVEY H., *The Limits to Capital*, Oxford, Blackwell, 1989.
- HARVEY H., *La crisi della modernità*, Milano, Il Saggiatore, 1993.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Annual Coordinated Investment Report*, 2001, 2002, 2003, 2004 (www.imf.org). INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS)*, 2005 (www.imf.org/external/np/sta/pi/cpis.html).
- KIMBERLY E., *Foreign Portfolio and Direct Investment. Complementarity, Differences and Integration*, in *Global Forum on «International Investment. Attracting Foreign Direct Investment for Development»* (Shanghai, 5-6 December, 2002) (www.oecd.org/dataoecd/54/25/2764.pdf).
- KINDLEBERGER Ch. P., *American Business abroad*, New Haven e Londra, Yale University Press, 1969.
- KINDLEBERGER Ch. P., *International Capital Movements*, Cambridge, Cambridge University Press, 1987.
- KNOX P. e J. AGNEW, *Geografia economica*, Milano, F. Angeli, 1994.
- LANE H.R. e G.M. MILESI-FERRETTI, *International Investment Patterns*, Washington, International Monetary Fund, 2004 («Working Papers», 134).
- LATOUCHE S., *L'occidentalisation du monde. Essai sur la signification, la portée et les limites de l'uniformisation planétaire*, Parigi, La Découverte, 1989.
- LAULAJAINEN R., *The Regulation of International Finance*, in G.L. CLARKE, M. GERTLER e M. FELDMAN (a cura di), *The Oxford Handbook of Economic Geography*, Oxford, Oxford University Press, 2000, pp. 215-229.
- LAULAJAINEN R., *Financial Geography*, Londra, Routledge, 2004.
- LAULAJAINEN R., *Geography? What has to do with Finance?*, in «RGI», 2005, pp. 227-252.
- LEYSHON A. e N. THRIFT, *Geographies of Financial Exclusion: Financial Abandonment in Britain and the USA*, in «Transactions of the Institute of British Geographers», Londra, 1995, pp. 312-341.
- LUCIA M.G., *La Geografia finanziaria. Mercati e territorio*, Bologna, Pàtron, 1999.
- LUCIA M.G., *Economia finanziaria, globalizzazione e territorio. Brevi note sul caso italiano*, in «BSGI», 2003, pp. 681-701.
- MARTIN R., *Selling off the State: Privatisation, the Equity Market and the Geographies of the Shareholder Capitalism*, in R. MARTIN (a cura di), *Money and the Space Economy*, Londra, Wiley, 1998, pp. 261-283.
- NARDOZZI G., *Tre sistemi creditizi. Banche ed economie in Francia, Germania e Italia*, Bologna, Il Mulino, 1983.
- OPEC, *Revenues Fact Sheet*, 2004 (www.eia.dol.gov/emeu/cabs/opecrev.html).
- PODESTÀ F., *La political economy delle politiche di apertura al mercato internazionale: il ruolo del welfare nelle economie dell'area OCDE*, Brescia, Università di Brescia, 2001 («DDS Papers Soc.», 1).
- PRIORE M.J. e C.F. SABEL, *Le due vie dello sviluppo industriale. Produzione di massa e produzione flessibile*, Torino, ISEDI-Petrini, 1987.
- RAGHAVAN C., *Source Countries must act on Portfolio-flow Surges*, 1998 (www.twinside.org.sg/title/port-cn.htm).

- ROBERTS S., *Fictious Capital, Fictious Spaces: The Geography of Offshore Financial Flows*, in S. CORBRIDGE, R. MARTIN e N. THRIFT (a cura di), *Money, Power and Space*, Oxford, Blackwell, 1994, pp. 91-115.
- SIMONE A., *Il ruolo dell'agenzia di rating nel processo di gestione del credito dopo Basilea 2*, in «Amministrazione & Finanza», Milano, 2005, 15-16, pp. 41-44.
- STRANGE S., *Capitalismo d'azzardo*, Roma-Bari, Laterza, 1986.
- STRANGE S., *From Bretton Woods to Casino Economy*, in S. CORBRIDGE, R. MARTIN e N. THRIFT (a cura di), *Money, Power and Space*, Oxford, Blackwell, 1994, pp. 49-62.
- THRIFT N. e A. LEYSHON, *Money/Space. Geographies of Monetary Transformation*, Londra, Routledge, 1997.
- TICKELL A., *Finance and Localities*, in G.L. CLARKE, M. GERTLER e M. FELDMAN (a cura di), *The Oxford Handbook of Economic Geography*, Oxford, Oxford University Press, 2000, pp. 230-247.
- TURNER A., *Just Capital. Critica del capitalismo globale*, Roma-Bari, Laterza, 2002.
- UIC-UFFICIO ITALIANO CAMBI, *Manuale della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero dell'Italia*, Roma, Banca d'Italia, 2004.
- UIC-UFFICIO ITALIANO CAMBI, *Bollettino Statistico. Statistiche analitiche valutarie*, Roma, 2005, 142.
- UNCTAD SECRETARIAT, *Comprehensive Study of the Relationship between Foreign Direct Investment and Foreign Portfolio Investment*, New York, United Nations Conference on Trade and Development, UNCTAD/GDS/DFB/S, 1999.
- UNCTAD, *Handbook of Statistics*, New York, UNCTAD, annate varie.
- WALLERSTEIN I., *Il sistema mondiale dell'economia mondo*, Bologna, Il Mulino, 1982.
- WIKIPEDIA FREE ENCYCLOPEDIA, www.wikipedia.org, ad vocem.
- WORLD BANK, *World Development Report*, annate varie (www.worldbank.org/, al link «Publications»).

FINANCIAL CAPITALISM. THE ECONOMIC EVENT AND ITS GEOGRAPHICAL ASPECTS. – The first part of the paper looks into the processes that brought about the change of the capitalism, at the present marked out by the predominance of the financial economy, which performance doesn't keep with the real economy any more. The second section tries to give evidence of the mentioned processes through the investigation of the investments of portfolio, paying attention to the amount of the IP and their chances and constraints in the development of the economic system. Particularly the analysis of the flows of the IP stresses the concentration of the financial capital in a few areas of the developed countries, and points out the growth of financial macro regions that, regardless of the geographical contiguity, are set apart on the basis of the institutional rules and of the features of the financial system. The last section gives attention to the task of the economist and geographers to set up models of capital flows.