



RAPPORTO SUGLI  
INVESTIMENTI  
2019/2020



Banca  
europea per gli  
investimenti

*la banca dell'UE*

RISULTATI PRINCIPALI

Accelerare la  
trasformazione dell'Europa



## Rapporto della BEI sugli investimenti 2019/2020: accelerare la trasformazione dell'Europa - Risultati principali

© Dipartimento Studi economici (BEI), 2019. Tutti i diritti riservati. In assenza di un'autorizzazione espressa è possibile citare piccole porzioni di testo, non superiori a due paragrafi, nella lingua originale, a condizione che sia citata anche la fonte.

Per tutte le domande su diritti e licenze rivolgersi al seguente indirizzo e-mail: [publications@eib.org](mailto:publications@eib.org).

### Il Dipartimento Studi economici della BEI

La missione del Dipartimento Studi economici della BEI è fornire analisi e studi economici a sostegno delle operazioni della Banca e della definizione del suo posizionamento, nonché delle sue strategie e politiche. Il Dipartimento, composto da un team di 40 economisti, è guidato da Debora Revoltella (Direttrice degli Studi economici).

### Principali contributi al Rapporto di quest'anno

Responsabile del Rapporto: Debora Revoltella

Coordinatori e revisori del Rapporto: Pedro de Lima e Atanas Kolev

L'elenco degli autori che hanno contribuito all'elaborazione della versione completa del Rapporto è riportato di seguito.

Introduzione: Atanas Kolev

Capitolo 1: Atanas Kolev (autore principale), Philipp-Bastian Brutscher, Rocco Bubbico e Annamaria Tueske.

Capitolo 2: Philipp-Bastian Brutscher (autore principale), Andreas Kappeler (autore principale), Peter McGoldrick, Arnaud Mertens, Ivan Tonev ed Edward Farquharson (EPEC, riquadro E).

Capitolo 3: Christoph Weiss (autore principale), Anna-Leena Asikainen, Maria Lundqvist, Désirée Rückert e Michael Grebe (BCG, riquadro A), Michael Ruessmann (BCG, riquadro A), Michael Leyh (BCG, riquadro A) e Marc Roman Franke (BCG, riquadro A) Michele Cincera (Université Libre de Bruxelles, riquadro B), Pierre Mohnen (Università di Maastricht, riquadro B), Julie Delanote (riquadro B), Anabela Santos (JRC Siviglia, riquadro B) e Pierre-Olivier Bédard-Maltais (BDC, riquadro C).

Capitolo 4: Fotios Kalantzis (autore principale), Wouter Meindersma, Armin Monostori-Hartmann (Commissione europea), Pantelis Capros (Università di Atene, riquadro A) e Alastair Marke (Blockchain e Climate Institute, riquadro C).

Capitolo 5: Laurent Maurin (autore principale), Frank Betz (riquadro A), Antonia Botsari (FEI), Emmanouil Davradakis, Helmut Kraemer-Eis (FEI), Salome Gvetadze (FEI), Frank Lang (FEI), Wouter Torfs (FEI), Marcin Wolski e Cinzia Alcidi (CEPS, riquadro D).

Capitolo 6: Laurent Maurin (autore principale), Philipp-Bastian Brutscher, Antonia Botsari (FEI), Aron Gereben (riquadro B), Helmut Kraemer-Eis (FEI), Salome Gvetadze (FEI), Frank Lang (FEI), Rozalia Pal, Matthieu Ségol (Paris School of Economics), Wouter Torfs (FEI) e Marcin Wolski (riquadro B).

Capitolo 7: Philipp-Bastian Brutscher (autore principale), Désirée Rückert (autore principale) e Julie Delanote.

Capitolo 8: Julie Delanote (autore principale), Andrea Brasili, Annamaria Tueske, Christoph Weiss, Laurent Maurin (riquadro B), Marcin Wolski (riquadro B), Julie Callaert (ECOOM, riquadro C), Xiaoyan Song (ECOOM, riquadro C), Petros Gkotsis (Commissione europea, riquadro D), Antonio Vezzani (Università Roma Tre, riquadro D), Anna Cecilia Rosso (Università di Milano, riquadro E) e Giorgio Barba Navaretti (Università di Milano, riquadro E).

Capitolo 9: Patricia Wruuck (autore principale), Philipp-Bastian Brutscher, Rozalia Pal, Annamaria Tueske, Elena Crivellaro (OCSE, riquadro B), Stéphanie Jamet (OCSE, riquadro B) e Mariagrazia Squicciarini (OCSE, riquadro B).

### Comitato scientifico consultivo

Eric Bartelsman (Vrije Universiteit Amsterdam), Giorgio Barba Navaretti (Università degli Studi di Milano), Jonathan Haskel (Imperial College Business School), Catherine L. Mann (Citi), Pier Carlo Padoan, Jan Svejnar (Columbia University), Reinhilde Veugelers (KU Leuven).

### Risultati principali

Tim Bending

### Pubblicazione della Banca europea per gli investimenti

Revisori linguistici (versione inglese): Peter Haynes, Christopher Shaw e Janel Siemplenski-Lefort

Impaginazione: EIB GraphicTeam

### Disclaimer

I pareri espressi nella presente pubblicazione sono degli autori e non rispecchiano necessariamente la posizione della BEI.



La versione completa del *Rapporto sugli investimenti 2019/2020: "Accelerare la trasformazione dell'Europa"* è scaricabile all'indirizzo:

[www.eib.org/investment-report](http://www.eib.org/investment-report)



print: QH-04-19-662-IT-C ISBN 978-92-861-4474-5 doi: 10.2867/126634  
eBook: QH-04-19-662-IT-E ISBN 978-92-861-4478-3 doi: 10.2867/457639  
pdf: QH-04-19-662-IT-N ISBN 978-92-861-4471-4 doi: 10.2867/760827

RAPPORTO DELLA BEI SUGLI INVESTIMENTI  
**2019/2020**

**RISULTATI PRINCIPALI**

ACCELERARE LA  
TRASFORMAZIONE DELL'EUROPA



**Banca  
europea per gli  
investimenti**

*la banca dell'UE*



## Introduzione

Il Rapporto sugli investimenti è pubblicato annualmente dalla BEI e presenta un'ampia panoramica, corredata da un'attenta analisi, degli investimenti e dei relativi finanziamenti nell'Unione europea. Il testo illustra e analizza approfonditamente l'andamento degli investimenti, concentrandosi in particolar modo sui fattori che li favoriscono oppure che li ostacolano. Il Rapporto può contare su un set unico di dati tra cui quelli dell'EIBIS, l'indagine annuale della BEI sugli investimenti che coinvolge 12 500 imprese in Europa e che si concentra, nello specifico, sulle loro opinioni in materia di investimenti e relative condizioni di finanziamento; l'indagine rappresenta uno strumento d'analisi che integra i dati di bilancio. Il Rapporto fornisce informazioni strategiche sulla necessità di un intervento del settore pubblico a livello di investimenti e sui tipi di interventi potenzialmente più efficaci.

In un contesto di generale rallentamento dell'economia mondiale e con margini di manovra limitati a livello di politica monetaria, l'Europa è sempre più insistentemente chiamata a dare impulso agli investimenti per far fronte alle esigenze strutturali più urgenti. È arrivato il momento di investire: negli anni a venire la prosperità e il benessere a lungo termine dei paesi europei dipenderanno dal rilancio della competitività globale dell'economia europea, dalla fine della sua dipendenza dai combustibili fossili e dalla possibilità di garantire che l'UE sia effettivamente al servizio di tutti i suoi cittadini. A questo punto occorre affrontare con urgenza le sfide citate, attraverso riforme e investimenti.

Ecco perché il Rapporto sugli investimenti 2019/2020 è incentrato non solo sulla trasformazione strutturale dell'Europa, ma anche sulle possibili soluzioni per accelerare tale processo. I nove capitoli del Rapporto sono rispettivamente dedicati ai seguenti temi:

- Investimenti, crescita e coesione sociale nell'Unione europea
- Investimenti infrastrutturali nell'Unione europea
- Investimenti immateriali, innovazione e digitalizzazione
- Transizione energetica: sfide, soluzioni e priorità strategiche in materia di investimenti
- Sistema finanziario e relativa capacità di finanziare gli investimenti delle imprese
- Finanziamento degli investimenti delle imprese
- Aziende start-up o in fase di rapida espansione (scale-up) e dinamica imprenditoriale nell'Unione europea e negli Stati Uniti
- Raggiungimento della frontiera della produttività in Europa
- Investimenti nelle competenze necessarie per la competitività e per l'inclusione.

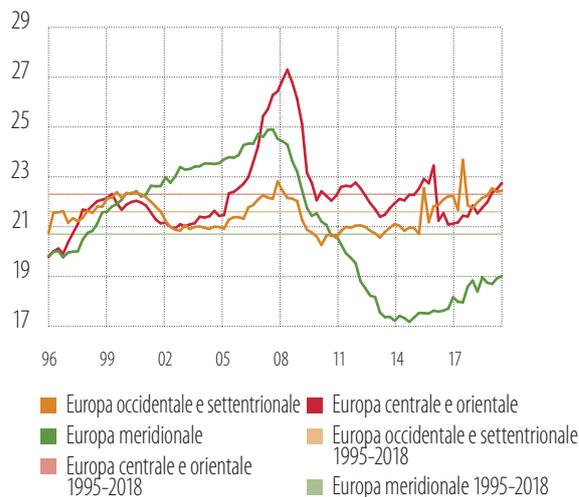
## L'Europa potrebbe essere alla vigilia di un ciclo congiunturale negativo...

**L'attività di investimento nell'Unione europea ha recuperato terreno dall'ultima recessione.** Dal 2013 gli investimenti hanno evidenziato una crescita superiore a quella del Prodotto interno lordo (PIL). Gli investimenti sono saliti a quasi il 21,5% del PIL dell'UE, ovvero una percentuale superiore di 0,5 punti alla media a lungo termine, anche se permane il ritardo dei paesi dell'Europa meridionale.

**Eppure il contesto economico sta peggiorando.** La crescita reale del PIL ha subito un rallentamento nell'ultimo anno quale conseguenza della diminuzione della domanda di esportazioni e dell'indebolimento della produzione manifatturiera. Le controversie commerciali e la Brexit contribuiscono ad accrescere l'incertezza e a ridimensionare le aspettative di crescita economica e di investimento.

**Probabilmente il prossimo anno anche gli investimenti subiranno un rallentamento.** Finora, l'impatto della minor crescita del PIL sugli investimenti è stato limitato, ma probabilmente non sarà più così quando il rallentamento si estenderà al settore dei servizi. Secondo i dati EIBIS 2019, le imprese dell'UE si mostrano maggiormente pessimiste per quanto riguarda il contesto politico e normativo, e si attendono ormai un deterioramento del contesto macroeconomico che graverà sugli investimenti. Per la prima volta dopo quattro anni, il numero di imprese manifatturiere dell'UE che intendono ridurre gli investimenti nell'anno in corso è tornato a crescere raggiungendo il 27%.

### Investimenti fissi lordi nell'UE (% del PIL)



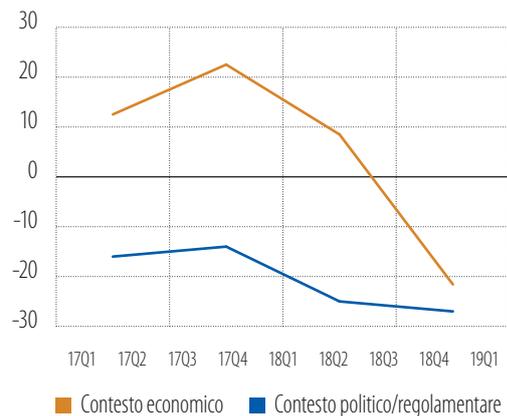
Fonte: Eurostat ed elaborazioni BEI.

Nota: Europa occidentale e settentrionale = AT, BE, DE, DK, FI, FR, IE, LU, NL, SE

Europa centrale e orientale = BG, CZ, EE, HR, HU, PL, LT, LV, RO, SI, SK

Europa meridionale = CY, ES, IT, GR, MT, PT.

### Percezione del contesto politico ed economico da parte delle imprese (% di imprese che si attendono un miglioramento meno % di quelle che si attendono un deterioramento)



Fonte: EIBIS.

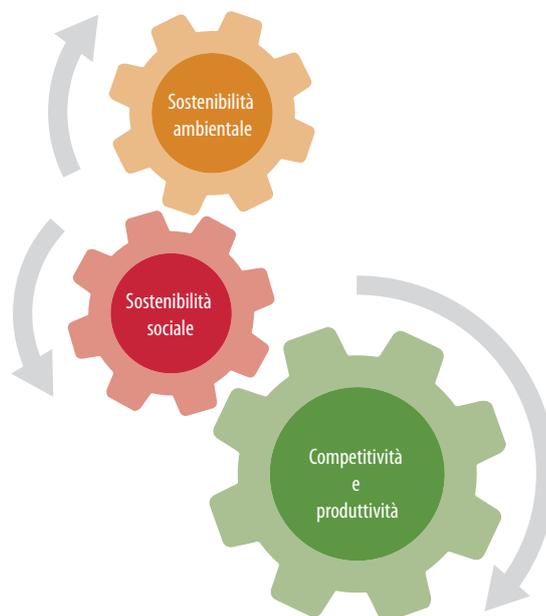
## ...proprio nel momento in cui deve accelerare gli investimenti per far fronte a sfide storiche

**L'Europa non può permettersi di rimanere ad aspettare la fine di un altro ciclo congiunturale negativo.** Dopo aver già perso dieci anni, durante i quali il livello degli investimenti è rimasto modesto e le politiche sono state assorbite da una gestione della crisi di breve termine, l'Europa deve ora intervenire urgentemente su una serie di fronti strutturali, tra cui quelli di seguito elencati:

- **tenere il passo con la rivoluzione digitale** – occorre potenziare l'innovazione e l'adozione delle tecnologie digitali per mantenere la competitività dell'Europa sulla scena economica mondiale;
- **affrontare i cambiamenti climatici e la transizione verso un'economia a zero emissioni** – i ritardi accumulati impongono un'accelerazione degli sforzi, sia a livello globale che all'interno dell'Europa nel suo complesso;
- **ricostruire la coesione sociale dell'Europa** – sono necessarie misure di ampio respiro per rafforzare l'inclusione sociale ed economica degli europei, non ultimo grazie al superamento delle divisioni geografiche e generazionali.

**L'Europa deve cogliere l'opportunità, vista come occasione unica di ogni generazione, per trasformare la propria economia.** I responsabili politici europei devono contrastare la tendenza negativa e adottare misure anticicliche nel quadro di una strategia di lungo periodo volta ad affrontare le cause profonde dell'attuale situazione critica e ad accrescere la sostenibilità, la competitività e l'inclusività dell'Europa. I paesi europei devono cogliere l'opportunità offerta dal livello dei tassi di interesse, ai minimi storici, per sostenere tali obiettivi, piuttosto che utilizzare tale circostanza come incentivo a breve termine. È necessaria una triplice azione:

- **effettuare investimenti pubblici allo scopo di migliorare le condizioni di base per una crescita sostenibile e inclusiva;**
- **creare un contesto ideale per gli investimenti privati in modo da accelerare la trasformazione;**
- **promuovere un'efficace intermediazione finanziaria in tutta l'Unione europea.**

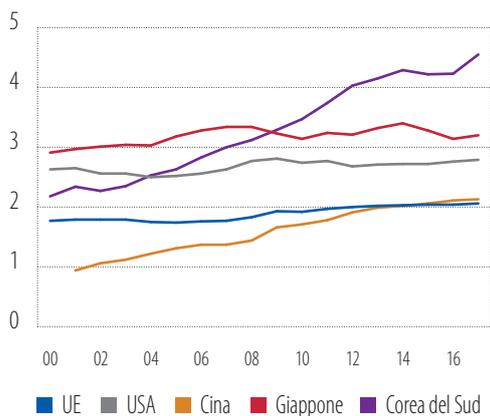


## Le carenze a livello di innovazione, digitalizzazione e dinamismo nel rinnovamento delle imprese rappresentano un freno per la competitività dell'Europa

L'Unione europea rischia di perdere gradualmente la propria competitività sulla scena mondiale. La lentezza a livello di innovazione, adozione delle tecnologie digitali e aumento della produttività contrasta con la rapida trasformazione tecnologica del resto del mondo, in un contesto globale in cui si affacciano nuovi attori. Alla base di molte delle citate tendenze si trovano barriere e rigidità strutturali che spesso impediscono la necessaria riallocazione delle risorse all'interno dell'economia.

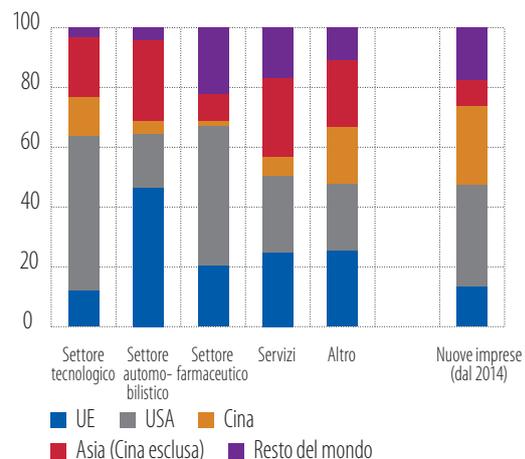
- **La spesa per le attività di Ricerca e sviluppo (R&S) nell'Unione europea è inferiore rispetto a quella di economie comparabili e dipende in maniera eccessiva dalle tradizionali imprese leader del settore automobilistico.** Gli Stati Uniti spendono quasi un punto percentuale del PIL in più in attività di R&S rispetto all'Unione europea (il divario si spiega principalmente in ragione della minor spesa per R&S delle imprese europee), e anche gli investimenti in R&S della Cina sono in piena espansione in termini sia di quota globale di Ricerca e sviluppo sia di percentuale del PIL. Gran parte delle spese per attività di R&S fa capo a un limitato numero di imprese, settori e paesi. Sono diverse le società europee particolarmente attive nel campo della Ricerca e sviluppo, ma molte di esse appartengono al settore automobilistico (che attraversa una fase di cambiamenti strutturali) e relativamente poche sono invece quelle facenti capo ai settori tecnologico e digitale, in rapida crescita. Tra le imprese con la maggior spesa in R&S nel mondo dal 2014, solo il 13% sono europee, contro il 34% degli Stati Uniti e il 26% della Cina.

**Intensità degli investimenti in attività di R&S tra il 2000 e il 2017 (%)**



Fonte: Eurostat.

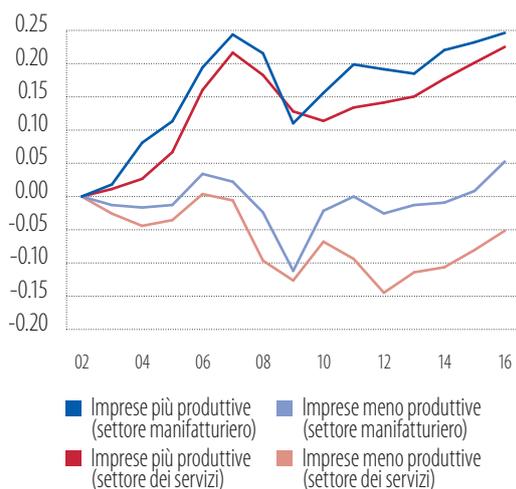
**Distribuzione geografica della spesa per attività di R&S, per settore e tra le nuove imprese leader a livello mondiale (% 2018)**



Fonte: elaborazioni BEI basate sul Quadro di valutazione dell'UE sugli investimenti nella ricerca e sviluppo industriale.

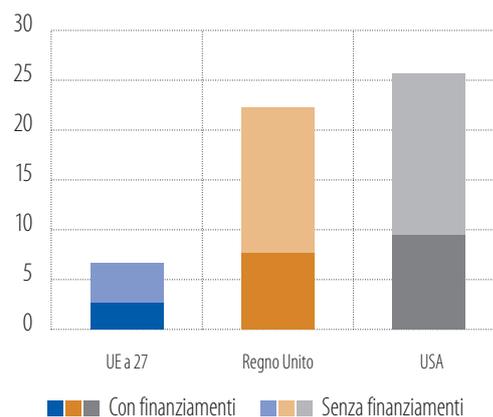
- **Il divario di produttività tra le imprese più produttive d'Europa e tutte le altre è diventato ampio e persistente.** Per le imprese meno produttive risulta molto difficile guadagnare qualche posizione sulla scala della produttività, e il 70% di quelle che si posizionano in fondo alla classifica non si sposta per almeno tre anni. Nel contempo ciò significa che, per le imprese più produttive – e tendenzialmente si tratta anche di grandi imprese – la concorrenza proveniente dal basso è scarsa. Sebbene la diffusione delle conoscenze (come ad esempio le citazioni di brevetti) mostri tuttora dei limiti, il flusso delle conoscenze da e verso, in particolare, l'Europa centrale e orientale, si è intensificato. Una mancanza di mobilità potrebbe non solo ostacolare la diffusione delle conoscenze e delle innovazioni ma anche esacerbare l'errata allocazione delle risorse. Il divario in termini di produttività è rafforzato dalle rigidità strutturali e dalla debole dinamica imprenditoriale (creazione, crescita e sostituzione delle imprese). Secondo le stime della BEI, la crescita della produttività sarebbe del 40% più elevata senza simili ostacoli. L'impatto delle rigidità strutturali è evidente soprattutto nell'Europa meridionale, dove l'aumento della capacità produttiva è rimasto pressoché stabile per le aziende con vari livelli di produttività.

#### Aumento della produttività totale dei fattori dal 2002: percentuale di imprese alle due estremità della classifica



Fonte: elaborazioni BEI sulla base della banca dati ORBIS - Bureau van Dijk.

#### Numero di aziende start-up e in fase di rapida espansione (scale-up) nell'UE a 27, negli USA e nel Regno Unito ogni 100 000 abitanti



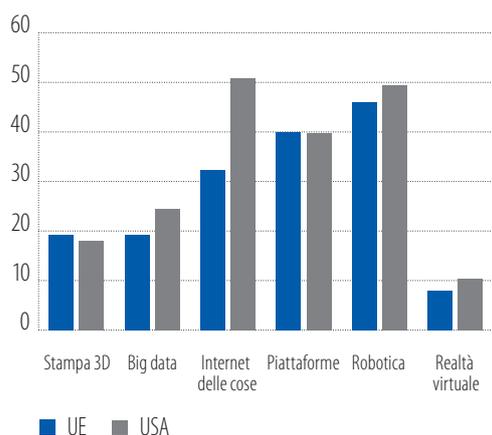
Fonte: Crunchbase, elaborazioni BEI.

- **In Europa il numero di start-up e imprese in rapida espansione (scale-up) è troppo ridotto** se si considera che la quantità per abitante negli Stati Uniti è quattro volte quella dell'UE a 27. Le scale-up europee generalmente crescono più lentamente e tendono a non cercare di espandersi a livello continentale o mondiale, limitandosi ai rispettivi mercati locali. Questa situazione è riconducibile a diversi fattori strutturali: le dimensioni più ridotte dei mercati in Europa in ragione della scarsa integrazione economica europea a livello di servizi, le maggiori difficoltà nell'attrarre i talenti e la generale carenza di personale con le giuste competenze, nonché il relativo sottosviluppo del mercato dei capitali di rischio, che a sua volta è legato alla più spiccata propensione per il mercato nazionale e alla scala limitata. Quando le start-up locali hanno successo si instaura un meccanismo che stimola l'innovazione attraverso l'interesse mostrato dagli investitori e la maggiore reattività dei mercati di exit (attraverso i mercati azionari o le acquisizioni societarie); in questo modo si creano gli spazi necessari per la successiva generazione di start-up. L'assenza di tali dinamiche pone l'Unione europea in una posizione di svantaggio. Dal 2012, le imprese statunitensi hanno speso 100 volte di più delle relative controparti europee per acquisire imprese più giovani e questo ha ulteriormente incentivato gli investimenti in capitale di rischio.

## Risultati principali

- In Europa l'adozione delle tecnologie digitali è lenta, e anche il divario digitale tra le imprese è in crescita.** Le imprese che adottano tecnologie digitali tendono a effettuare investimenti più cospicui, a innovare di più e a crescere più velocemente grazie ai cosiddetti "vantaggi del pioniere". Purtroppo però nell'Unione europea la quota di imprese digitali del settore manifatturiero è pari al 66%, più bassa di quella degli Stati Uniti (78%). Il divario è addirittura più ampio nel settore dei servizi, dove la percentuale delle imprese digitali è pari al 40% in Europa, contro il 61% degli Stati Uniti. Espresi in percentuale del PIL, gli investimenti nelle tecnologie dell'informazione da parte delle imprese del settore dei servizi dell'Unione europea sono inferiori di un punto rispetto a quelli delle corrispondenti realtà statunitensi. La lentezza nella digitalizzazione dell'Unione europea riflette in parte la carenza, nei settori tecnologici, di imprese europee che possano essere considerate "digitali fin dalla nascita". In Europa si è accentuato il divario digitale tra le imprese più grandi e più giovani, che hanno già adottato le tecnologie digitali, e quelle invece più piccole e meno giovani, che non hanno proceduto in tal senso. Le imprese più piccole e meno giovani di norma tendono ad avere maggiori difficoltà nel reperire finanziamenti, e questo a sua volta tende ad incrementare ulteriormente il divario. Un ulteriore freno alla digitalizzazione è rappresentato dalla necessità di maggiori competenze digitali da parte del management.

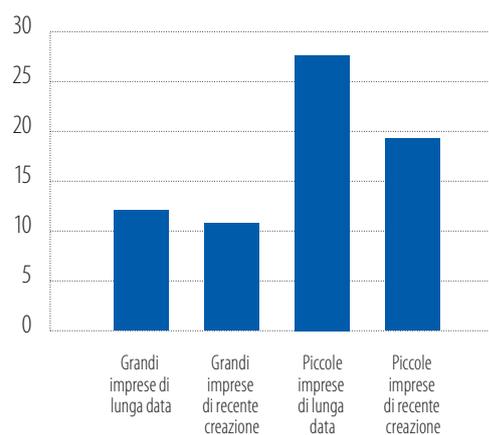
**Tasso di adozione di diverse tecnologie digitali da parte delle imprese dell'UE e degli USA (%)**



Fonte: EIBIS.

Nota: copertura settoriale per le singole tecnologie, ovvero: stampa 3D (settori manifatturiero, edile, e dei servizi di pubblica utilità), robotica (settore manifatturiero), piattaforme (servizi, anche di pubblica utilità), Internet delle cose (tutti i settori), realtà virtuale (settori edile e dei servizi) e big data (settori manifatturiero e dei servizi, anche di pubblica utilità).

**Percentuale di imprese che rimangono "non digitali", suddivise per dimensioni e longevità (%)**

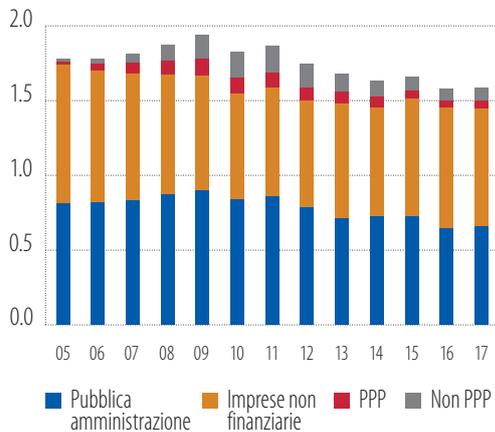


Fonte: EIBIS.

Nota: giovani = attive da meno di 10 anni  
piccole = meno di 50 dipendenti  
Le imprese sono ponderate in base al numero dei dipendenti.

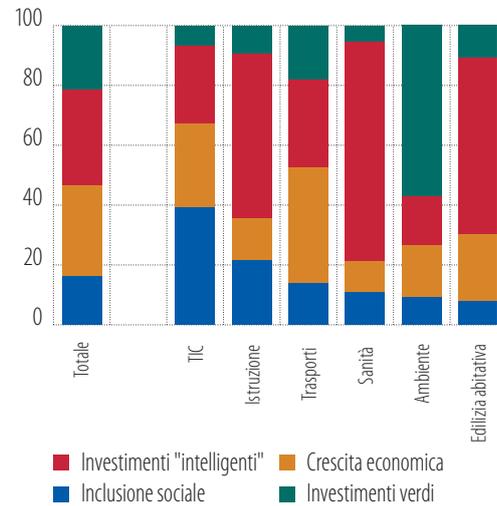
- La lentezza nell'adozione di infrastrutture intelligenti da parte del settore pubblico rappresenta un'opportunità persa per migliorare i servizi e stimolare gli investimenti privati.** In Europa gli investimenti infrastrutturali sono fermi all'1,6% del PIL (il valore più basso degli ultimi 15 anni) e il calo più rilevante riguarda proprio le regioni che già evidenziano un ritardo a livello infrastrutturale. Una modernizzazione delle infrastrutture che abbinati beni materiali e tecnologie digitali è potenzialmente in grado di migliorare l'efficienza e di ridurre gli effetti indesiderati. Anche gli effetti sinergici potrebbero costituire un incentivo per gli investimenti privati nelle nuove tecnologie. Eppure sono solo il 17% le regioni dell'UE che dichiarano di voler dare priorità alle infrastrutture intelligenti nell'ambito della loro pianificazione per il prossimo futuro. Attualmente, nell'ambito di settori regolamentati come quello dei servizi di pubblica utilità, si tendono a privilegiare i guadagni di efficienza piuttosto che gli usi innovativi delle tecnologie digitali per diversificare l'offerta.

### Investimenti infrastrutturali nell'UE, suddivisi per settore (% del PIL)



Fonte: banca dati della BEI sulle infrastrutture (IJ Global, Centro europeo di consulenza per i PPP – EPEC, Eurostat). PPP è l'abbreviazione di "partenariato pubblico-privato".

### Priorità strategica degli investimenti intelligenti nell'ambito delle spese infrastrutturali dei comuni negli ultimi 5 anni (%)



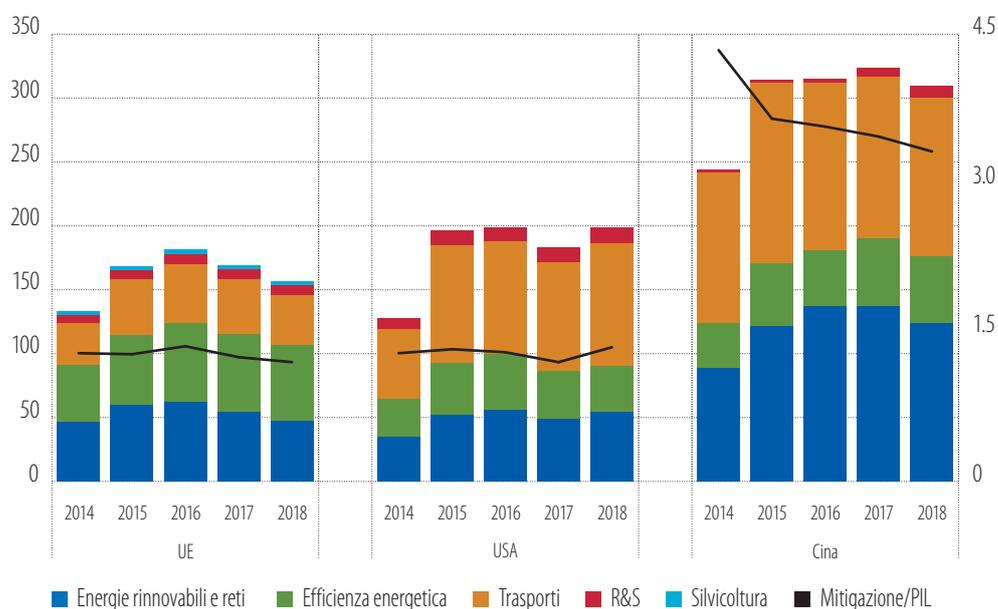
Fonte: indagine della BEI sui comuni per il 2017.

## Il tempo disponibile per la transizione verso un'economia a zero emissioni nette si sta esaurendo

Dal punto di vista economico è tuttora possibile mantenere gli aumenti di temperatura entro i 2°C – o anche 1,5°C – ma l'impegno dell'Unione europea in tal senso al momento non è abbastanza incisivo. Dobbiamo assolutamente raggiungere l'obiettivo "zero emissioni nette" entro il 2050 se vogliamo continuare a sperare di contenere gli aumenti di temperatura ben al di sotto dei 2 °C, e quindi evitare le inaccettabili conseguenze ecologiche, climatiche e sociali che valori superiori porterebbero con sé. L'Unione europea ha un ruolo nel conseguimento di tale obiettivo e per poterlo svolgere deve concordare e mettere in atto una strategia per i cambiamenti climatici onnicomprensiva e incentrata su una dinamica più accelerata degli investimenti. Nonostante i rilevanti progressi realizzati in tal senso, gli investimenti accusano tuttora un ritardo rispetto alla tabella di marcia.

- **Nel 2018 l'Unione europea ha investito 158 miliardi di EUR per mitigare i cambiamenti climatici.** Questo corrisponde all'1,2% del PIL, cioè a un risultato leggermente inferiore a quello degli Stati Uniti (1,3%) e di poco superiore a un terzo del valore raggiunto dalla Cina (3,3% del PIL). Se il calo degli investimenti nelle energie rinnovabili è in parte legato alla riduzione dei costi, il settore dei trasporti rimane ampiamente dipendente dai combustibili fossili. L'Europa è leader negli investimenti nell'efficienza energetica, ma per quanto riguarda invece i trasporti a basse emissioni di carbonio, in particolare quelli su rotaia, Cina e Stati Uniti investono molto di più. Dopo il 2030 i trasporti sono destinati a rappresentare la principale fonte di emissioni di gas serra.
- **Alla luce dell'importanza che le tecnologie non ancora mature rivestiranno nella fase di transizione, i risultati non particolarmente esaltanti dell'Europa nell'ambito delle attività di Ricerca e sviluppo legate al clima costituiscono una minaccia per la competitività del continente.** Se è vero che sono gli Stati Uniti a guidare la classifica per quanto riguarda la spesa per le attività di Ricerca e sviluppo legate al clima, la Cina dal canto suo ha recentemente quadruplicato tale spesa superando, anche se di poco, l'Unione europea.

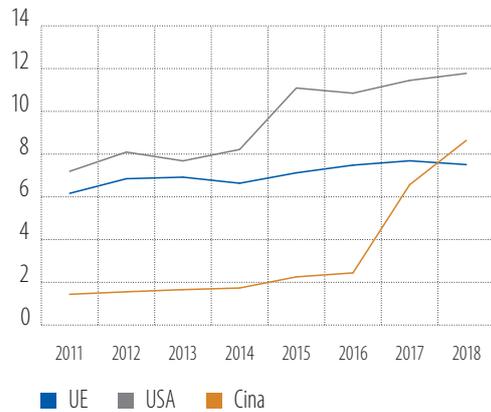
**Investimenti destinati alla mitigazione dei cambiamenti climatici per settore (miliardi di EUR – scala sinistra, % del PIL – scala destra)**



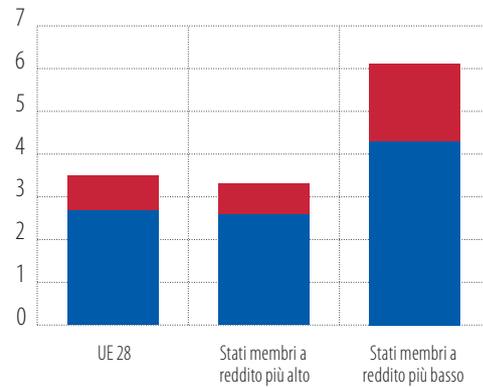
Fonte: AIE (Agenzia internazionale per l'energia), BNEF (Bloomberg New Energy Finance), Eurostat e stime della BEI.

- **Alcuni Stati membri rischiano di non riuscire a raggiungere gli obiettivi che si sono prefissi per il 2020 in termini di percentuale di energie rinnovabili rispetto al consumo totale di energia.** Circa metà degli Stati membri dell'UE sono a buon punto, mentre per sei di essi le previsioni sono tutt'altro che positive in merito alla possibilità di riuscire a raggiungere gli obiettivi che si sono prefissi per il 2020.
- **Per poter conseguire l'obiettivo di un'economia a zero emissioni nette entro il 2050, l'Unione europea deve innalzare il livello complessivo degli investimenti nel campo dell'energia e delle relative infrastrutture (quindi non solo nella mitigazione dei cambiamenti climatici) passando dall'attuale valore, che si aggira intorno a 2%, a mediamente oltre il 3% del PIL; un simile obiettivo presuppone la mobilitazione di investimenti privati.** Se poi si considera anche l'obiettivo della decarbonizzazione dei trasporti, allora è necessario aumentare ancora di più gli investimenti. Circa i due terzi di tali investimenti dovranno fare capo agli utenti di energia e includere anche i lavori di riqualificazione degli edifici, il miglioramento dei processi industriali e le nuove tecnologie di trasporto.
- **La transizione energetica non sarà senza conseguenze per quanto riguarda la coesione e l'inclusione sociale.** Se da un lato il livello di investimenti necessario per i paesi orientali e sud-orientali dell'Unione europea sarà particolarmente elevato, dall'altro il declino dei settori ad alta intensità di carbonio avrà un impatto soprattutto su determinate regioni, che dovranno pensare a una riqualificazione della forza lavoro. I maggiori costi dell'energia e le spese per il rinnovamento delle abitazioni potrebbero rappresentare un problema di difficile soluzione per le famiglie a basso reddito. Le politiche e gli investimenti del settore pubblico devono contribuire a catalizzare gli investimenti necessari da parte di famiglie e imprese.

**Investimenti in attività di Ricerca e sviluppo legate al clima 2011-2018 (miliardi di EUR)**



**Fabbisogno di investimenti legati all'energia 2021-2050 in vista del raggiungimento dell'obiettivo "zero emissioni nette" entro il 2050 (% del PIL)**

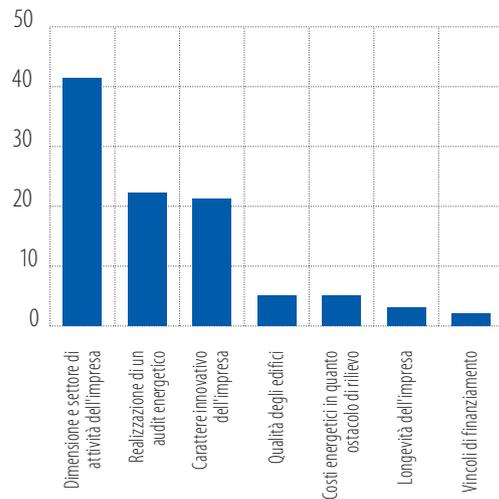


- Investimenti previsti nello scenario di base "continuazione delle politiche attuali"
- Fabbisogno aggiuntivo di investimenti necessari per raggiungere l'obiettivo "1,5 °C"

Fonte: Commissione europea, elaborazioni BEI.

Nota: il fabbisogno aggiuntivo di investimenti è stimato calcolando la differenza tra gli scenari compatibili con un aumento di 1,5°C e uno scenario di base che riflette l'attuale andamento del processo di decarbonizzazione (compresi gli obiettivi per il 2030). Stati membri a basso reddito (PIL <60% della media dell'UE nel 2013): BG, CZ, EE, HR, HU, LT, LV, PL, RO, SL.

**Ponderazione relativa dei fattori che influiscono sulle decisioni di investimento in efficienza energetica (%)**



Fonte: BNEF.

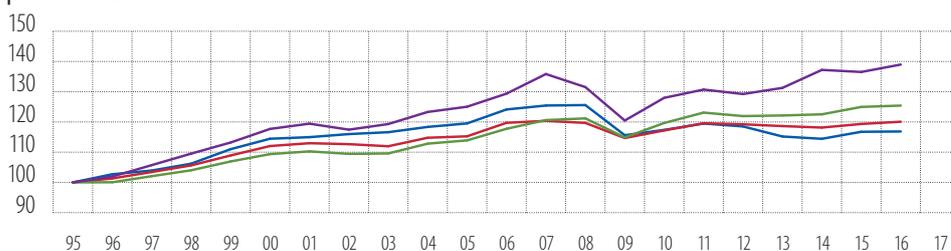
## I divari sociali sempre più ampi minacciano il futuro economico dell'Europa e la sua capacità di gestire i cambiamenti

Uno dei punti di forza dell'Europa è stato il suo modello sociale, che però ha bisogno di rinnovarsi e adeguarsi alla luce delle crescenti sperequazioni e delle nuove tensioni legate alla rivoluzione tecnologica. La coesione sociale rappresenta un fattore cruciale riguardo alla capacità dell'Europa di adattarsi a un'economia mondiale in trasformazione e di far fronte alle esigenze dettate dalla transizione verso l'obiettivo "zero emissioni". La mobilità sociale è fondamentale se si vogliono sfruttare al massimo il talento e le ambizioni degli europei, ottimizzando così i risultati e la prosperità a livello economico. Alcune tendenze sono però fonte di preoccupazione.

- **Negli ultimi decenni le disparità di reddito all'interno degli Stati membri, anche se mitigate dalle politiche di redistribuzione, sono aumentate.** Dal 1995 il PIL reale pro capite dell'UE è aumentato del 45%. Eppure il reddito al lordo di imposte del 50% situato all'estremità più bassa della scala reddituale è aumentato solo del 16%, mentre quello dell'1% situato all'altra estremità della stessa scala è aumentato del 50%. La crisi finanziaria globale ha portato a una riduzione delle disparità di reddito, che però è durata poco; infatti nel frattempo le differenze sono tornate a salire a causa della stagnazione o della riduzione dei redditi all'interno delle fasce reddituali più basse (soprattutto nell'Europa meridionale). Esistono notevoli differenze tra gli Stati membri per quanto riguarda la loro capacità di risolvere tali disparità attraverso politiche redistributive. Nel contempo, anche la disuguaglianza in termini di ricchezza, ben più ampia di quella reddituale, continuerà a rappresentare una fonte di ulteriori disparità a livello di reddito in futuro attraverso i rendimenti derivanti da beni immobili o partecipazioni azionarie.

### Ripartizione geografica del reddito al lordo di imposte per diversi percentili della distribuzione del reddito (indice 1995=100)

Europa occidentale e settentrionale



Europa meridionale



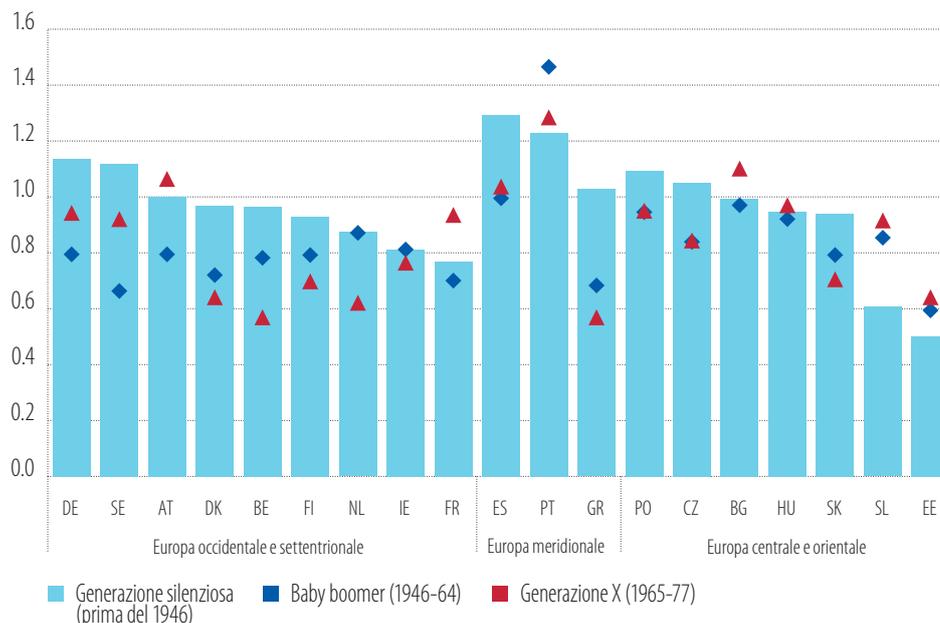
## Europa centrale e orientale



Fonte: World Inequality Database.

- **Sono cresciute anche le disparità di reddito tra le diverse regioni, nonché tra le aree urbane e quelle rurali.** L'evoluzione tecnologica e la struttura dell'economia in trasformazione portano a una sempre più accentuata concentrazione delle attività economiche e dei posti di lavoro altamente qualificati nelle aree metropolitane. Il dinamismo economico delle città è un elemento potenzialmente in grado di contribuire alla generale prosperità dei paesi, ma le crescenti disparità geografiche implicano maggiori tensioni a livello di coesione sociale. La situazione è ulteriormente esacerbata dal modesto livello di investimenti infrastrutturali nelle regioni meno abbienti e meno dinamiche, come dimostra l'entità del loro fabbisogno dichiarato di infrastrutture.
- **Si evidenzia un rallentamento, o addirittura un'inversione di tendenza, per quanto riguarda i progressi a livello di mobilità sociale, con ripercussioni sotto il profilo della coesione, della crescita e della competitività.** La mobilità sociale intergenerazionale (in termini occupazionali e a prescindere dai mutamenti della struttura economica) è migliorata per la generazione "baby boomer", ma sembra essersi invece affievolita per la cosiddetta "generazione X". Questa situazione trova riscontro nell'aumento delle disparità di reddito e si ripercuote negativamente sull'efficienza nell'allocazione di talenti e competenze, oltre che sull'accettabilità sociale di tali esiti del mercato.

### Mobilità sociale relativa nell'UE misurata in base alla permanenza in una categoria professionale

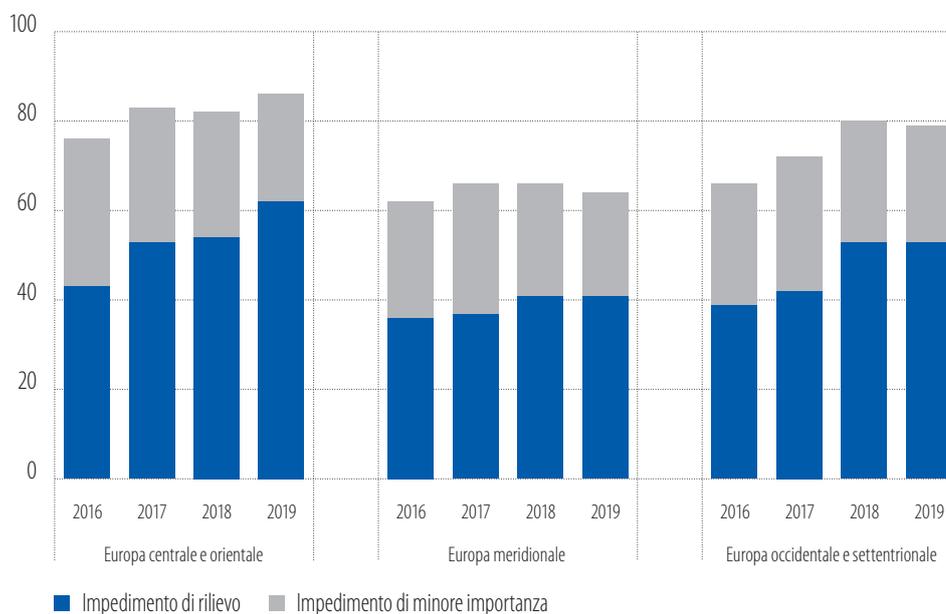


Fonte: indagine sociale europea 2002-2010, stime Eurofund 2017, elaborazioni BEI.

## Risultati principali

- **In un contesto in cui l'automazione è destinata a incrementare drasticamente le esigenze di riqualificazione, la mancanza di personale con competenze adeguate rimane il principale ostacolo agli investimenti da parte delle imprese.** Sono il 77%, quindi la maggioranza, le imprese che considerano la mancanza di personale con competenze adeguate come un impedimento agli investimenti. Quindi, teoricamente, se si riuscisse a superare questo ostacolo la produttività dell'UE aumenterebbe. Nel contempo, tra il 42% e il 52% dei posti di lavoro si possono considerare a rischio automazione, e questo comporta un'urgente necessità di riqualificazione non solo per poter mantenere la competitività, ma anche per non perdere nuove opportunità economiche. In questo contesto desta preoccupazione il fatto che le imprese, in virtù degli ostacoli che incontrano a livello di disponibilità di competenze, tendano a concentrare i propri investimenti sui miglioramenti che consentono di ridurre l'intensità di manodopera piuttosto che sullo sviluppo di nuovi prodotti e servizi.

### Percentuale di imprese che dichiarano una mancanza di competenze come impedimento agli investimenti, per gruppo di paesi (%)



Fonte: EIBIS 2016-2019.

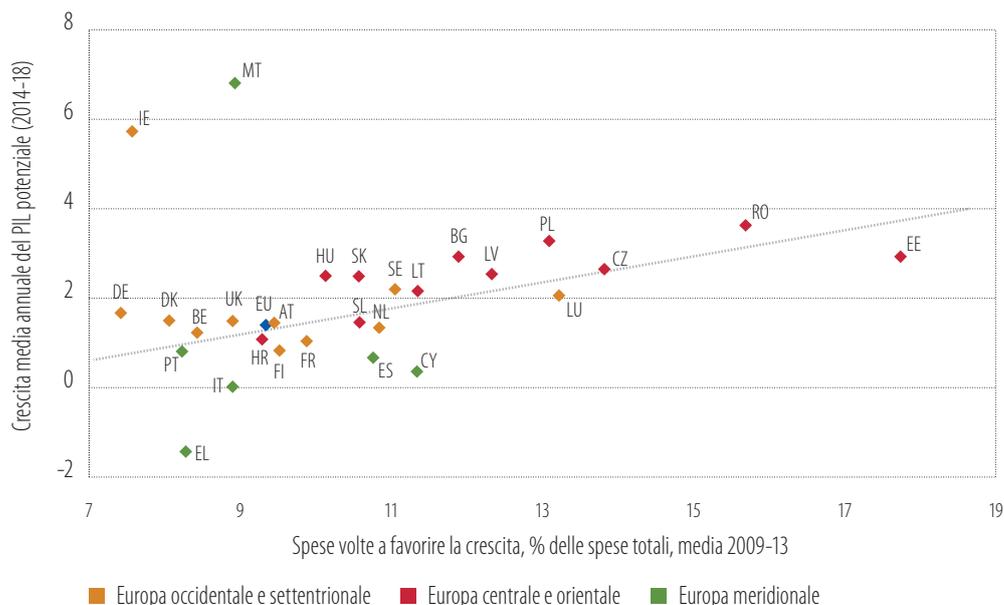
## Le nostre proposte

### Investire le risorse pubbliche al fine di migliorare le condizioni di base per una crescita sostenibile e inclusiva

Alla luce del rallentamento dell'economia a livello mondiale ed entro i limiti dei margini di bilancio, occorre anticipare gli investimenti pubblici dando priorità alle spese volte a favorire la crescita. Gli investimenti pubblici su vasta scala che si renderanno necessari per sostenere la digitalizzazione delle infrastrutture e la transizione verso un'economia a zero emissioni presuppongono una programmazione a medio termine completa e dettagliata. Tenuto conto della debole crescita economica e del livello estremamente basso dei tassi di interesse a lungo termine, i governi che dispongono di un margine di manovra in termini di bilancio pubblico dovrebbero valutare la possibilità di anticipare il più possibile gli investimenti in questione attraverso un maggiore indebitamento. I governi che invece hanno vincoli di bilancio più stringenti dovrebbero dare priorità alle spese in grado di incentivare la crescita potenziale e di mobilitare ulteriori finanziamenti da parte del settore privato.

- **Le infrastrutture intelligenti possono costituire una mossa vincente** in quanto presuppongono lo sviluppo e l'attuazione di strategie nazionali a medio termine atte ad integrare le tecnologie digitali nelle infrastrutture. La cooperazione transfrontaliera può portare ad economie di scala e sinergie a livello paneuropeo.
- **Il miglioramento delle capacità tecniche degli enti pubblici** a livello di pianificazione e attuazione di progetti, unito a una maggiore cooperazione interregionale, rappresenta un elemento essenziale a integrazione dei finanziamenti in un'ottica di maggiori opportunità di investimento.

#### Spese volte a favorire la crescita e incremento annuale del PIL potenziale



Fonte: AMECO (Database macroeconomico annuale della Commissione europea) ed Eurostat.

## Risultati principali

- **Grazie agli investimenti nelle tecnologie digitali è possibile rafforzare i servizi pubblici e la coesione regionale** in virtù dei potenziali miglioramenti a livello di qualità ed efficienza nonché delle nuove modalità di erogazione dei servizi nelle regioni più remote e trascurate.
- **La finanza pubblica può contribuire a catalizzare la concreta introduzione delle tecnologie “verdi”** – come nel caso dell’Alleanza europea per le batterie (European Battery Alliance) – affiancandosi agli strumenti di mercato. Per quanto riguarda le infrastrutture, in presenza di finanziamenti pubblici e di una tabella di marcia strategica si potranno realizzare e integrare le tecnologie legate alle energie rinnovabili e alla riduzione delle emissioni di carbonio, ad esempio i veicoli elettrici e gli apparecchi intelligenti.
- **Dal punto di vista dell’inclusione e della competitività, rendere l’istruzione più accessibile e qualitativamente migliore rappresenta una soluzione ottimale sotto tutti i punti di vista.** Tale miglioramento dovrebbe comprendere anche la riconversione professionale e programmi di apprendimento permanente creati *ad hoc*, in funzione della mutevole domanda del mercato in relazione a determinate competenze.

## Creare un contesto ideale per gli investimenti privati in modo da sostenere la trasformazione

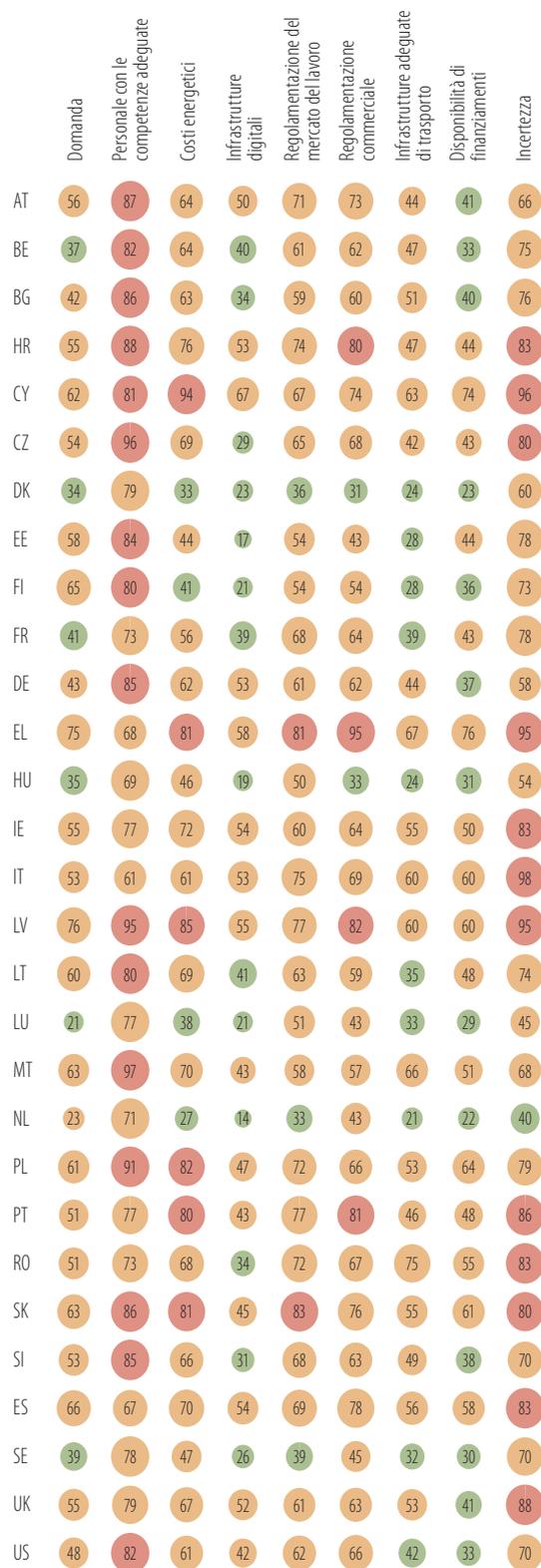
**Gli investimenti pubblici e privati dovrebbero integrarsi a vicenda, nel senso che il settore pubblico dovrebbe investire in maniera mirata al fine di creare opportunità per attrarre gli investimenti privati.** Gli investimenti pubblici diretti devono inoltre essere accompagnati da interventi volti a rimuovere gli ostacoli e i disincentivi che frenano gli investimenti privati. Adottando tempestivamente le opportune riforme si può invertire il rallentamento economico e, aspetto ancora più importante, si possono creare i presupposti necessari per garantire l’innovazione nonché gli investimenti e il dinamismo da parte delle imprese e quindi accrescere la produttività e arrivare a una competitività e una sostenibilità di lungo termine.

- **Fare leva sugli investimenti pubblici in R&S favorendo maggiormente la diffusione delle innovazioni e gli investimenti in beni immateriali** quali software, banche dati, formazione dei dipendenti, miglioramenti nei processi aziendali e nelle prassi manageriali. Ai fini della propagazione delle nuove tecnologie, altro fattore importante è il rafforzamento della cooperazione tra imprese, università e centri di ricerca. Anticipando gli investimenti nelle infrastrutture digitali e sviluppando le capacità tecnico-finanziarie delle imprese in fase di digitalizzazione si potrebbe accelerare non solo il processo stesso, ma anche la diffusione delle innovazioni. Ai fini della competitività e della transizione verso un’economia a zero emissioni è fondamentale concentrarsi maggiormente sulle attività di R&S legate al clima.
- **Contrastare gli ostacoli che si frappongono all’accesso al mercato e alla crescita delle nuove imprese innovative per rafforzare la concorrenza, la dinamica imprenditoriale e la produttività.** Se da un lato occorre sostenere il ruolo di molte imprese leader nel progresso tecnologico, dall’altro è necessario affrontare anche il problema degli ostacoli che si frappongono all’accesso al mercato da parte delle imprese, e alla crescita delle stesse, ad esempio le regolamentazioni aziendali legate alle dimensioni dell’attività, gli effetti di rete e le dinamiche del tipo “il vincitore prende tutto”. Fondamentale è anche rimuovere le barriere in uscita per le imprese con risultati insufficienti. Le rigidità strutturali citate rappresentano un freno per la diffusione delle innovazioni, l’efficienza nell’allocazione delle risorse all’interno dell’economia e, in ultima analisi, per la produttività e la competitività dell’Europa a livello economico. Da questo punto di vista si rivelano particolarmente importanti le politiche in materia di concorrenza, le regolamentazioni su prodotti e mercato del lavoro nonché l’attuazione del mercato unico digitale.

- **Sfruttare la complementarità degli investimenti pubblici e privati ed eliminare le regolamentazioni che disincentivano gli investimenti nelle infrastrutture intelligenti.** Nel settore dei servizi di pubblica utilità la regolamentazione dei prezzi tende a favorire il miglioramento dell'efficienza piuttosto che l'innovazione e la diversificazione dei prodotti. È necessario un approccio più flessibile a livello di regolamentazione in modo da non porre limiti all'innovazione e permettere così l'introduzione di soluzioni rivoluzionarie nell'utilizzo delle tecnologie digitali per migliorare la qualità e la varietà dei servizi infrastrutturali.
- **C'è bisogno di un chiaro segnale a livello di politica energetica e climatica che sia non solo supportato da un apposito quadro normativo, ma anche accompagnato da incentivi più adeguati al fine di rafforzare gli investimenti privati e le attività di R&S legate al clima.** In presenza di un chiaro segnale le imprese e gli investitori riuscirebbero a portare avanti strategie e piani di investimento compatibili con gli obiettivi della transizione verso un'economia a zero emissioni, e quindi ad accelerare la transizione stessa, riducendo altresì il rischio di detenere attivi non recuperabili. Una delle possibili soluzioni per indirizzare meglio gli incentivi è rappresentata dal sistema europeo di scambio delle quote di emissione, che potrebbe essere esteso e reso più stringente; un'altra opzione sarebbe la tassazione sulle emissioni di carbonio, il cui gettito potrebbe contribuire al finanziamento di misure a sostegno dell'inclusione se unito alle opportune compensazioni fiscali alla frontiera, a tutela della competitività delle imprese europee. Anche l'incentivazione degli audit energetici si è dimostrata un valido strumento per accrescere gli investimenti nell'efficienza energetica. Le misure volte ad accelerare la transizione energetica devono essere accompagnate da interventi atti a garantire che tale transizione non sia socialmente iniqua.
- **Le azioni dei governi per affrontare il problema degli ostacoli agli investimenti a lungo termine possono far aumentare la produttività, sostenere la digitalizzazione nonché contribuire a mantenere e migliorare l'inclusione sociale.** La mancanza di personale con le competenze adeguate e l'incertezza rimangono i principali ostacoli agli investimenti per le imprese dell'UE come affermato, rispettivamente, dal 77% e dal 73% delle stesse. I vincoli a livello di competenze rappresentano, soprattutto per le imprese innovative e in fase di digitalizzazione, un problema che grava sull'aumento della produttività. Importante è anche il ruolo delle autorità pubbliche, che dovrebbero rendere maggiormente prevedibili le loro politiche e quindi ridurre l'incertezza delle imprese sui probabili esiti dei potenziali progetti di investimento. Un esperimento realizzato sulla base dell'indagine EIBIS relativa alle imprese europee indica che uno shock negativo sulle aspettative di profitto di un'impresa, di una deviazione standard (un aumento dell'incertezza), fa aumentare in maniera significativa la probabilità che un progetto di investimento sia momentaneamente accantonato (+ 9 punti percentuali) o definitivamente abbandonato (+ 4 punti percentuali).

## Risultati principali

### Barriere agli investimenti del settore privato, per paese (% di imprese che indicano ciascun fattore come ostacolo)



Fonte: EIBIS 2019.

Nota: un cerchio rosso indica che la quota di menzioni di un particolare ostacolo si trova nel quartile più alto, uno verde che si situa in quello più basso, mentre uno giallo che si colloca in posizione intermedia. La dimensione dei cerchi e i numeri al loro interno indicano la quota di imprese che segnala un ambito come ostacolo rilevante o poco rilevante.

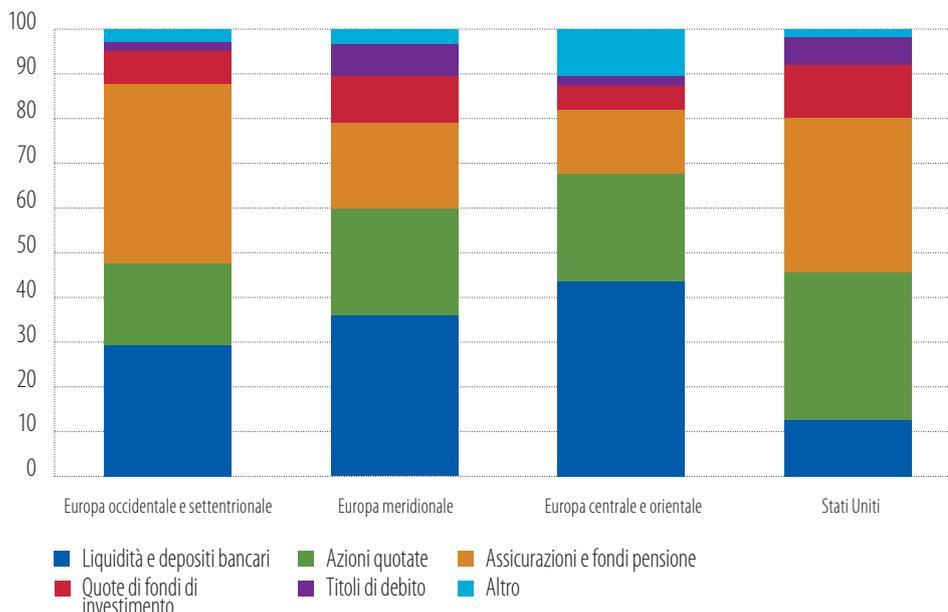
## Promuovere un'efficace intermediazione finanziaria in tutta l'Unione europea

**Il settore finanziario dell'Unione europea deve fare di più per sostenere gli investimenti a lungo termine e quelli maggiormente rischiosi da parte delle imprese più giovani e innovative.** Dopo anni di politica monetaria accomodante, non si può dire che via sia carenza di liquidità. Eppure l'allocazione delle risorse finanziarie disponibili non è efficiente. In un momento in cui il fabbisogno di investimenti di lungo termine è estremamente elevato, il sistema finanziario non riesce ancora ad agevolare sufficientemente la trasformazione delle scadenze e dei rischi. Si evidenzia, di fatto, una preferenza a concedere finanziamenti a imprese consolidate ma spesso non innovative e meno efficienti – anche quando hanno difficoltà a rimborsare il debito – invece di assumere rischi nei confronti di neoimprese innovative. Questa scarsa disponibilità logora il dinamismo delle imprese, l'efficienza allocativa e l'aumento della produttività. Strumenti finanziari quali il *venture debt*, il capitale di rischio o le garanzie possono contribuire ad alimentare nuovi mercati finanziari e a mobilitare gli investimenti privati.

**La scarsa integrazione finanziaria all'interno dell'Unione europea nel suo complesso costituisce una minaccia per la convergenza e la coesione.** Nell'ambito del settore finanziario è tuttora evidente che sussiste una propensione per il mercato nazionale, ossia che i risparmi non sono necessariamente allocati nella maniera più produttiva all'interno degli Stati membri. In ultima analisi si tratta di un fenomeno che potrebbe ostacolare la convergenza economica e alimentare un processo di polarizzazione all'interno dell'Unione europea.

**Le riforme devono puntare non tanto a rafforzare la solidità, quanto a creare le condizioni necessarie affinché il settore finanziario possa svolgere il proprio ruolo nella creazione di un'Europa competitiva, sostenibile e inclusiva.** Con la revisione della regolamentazione all'indomani della crisi finanziaria globale si è riusciti a rafforzare il sistema bancario ma non a rilanciare l'integrazione finanziaria. L'unione dei mercati dei capitali e altre iniziative di regolamentazione devono dare priorità al superamento della frammentazione, alla disponibilità dei finanziamenti a lungo termine necessari per la transizione verso un'economia a zero emissioni e alla promozione dei finanziamenti per operazioni a rischio più elevato – soprattutto attraverso capitale azionario – al fine di sostenere le *start-up*, le *scale-up* e altre imprese innovative potenzialmente in grado di trasformare l'economia europea.

### Composizione della ricchezza finanziaria delle famiglie nell'UE e negli USA, 2013-2018 (%)



Fonte: elaborazioni BEI basate su dati Eurostat e OCSE.

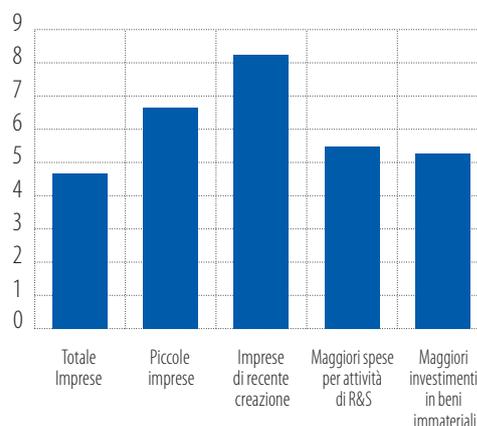
## Risultati principali

### Indice di integrazione finanziaria dell'UE



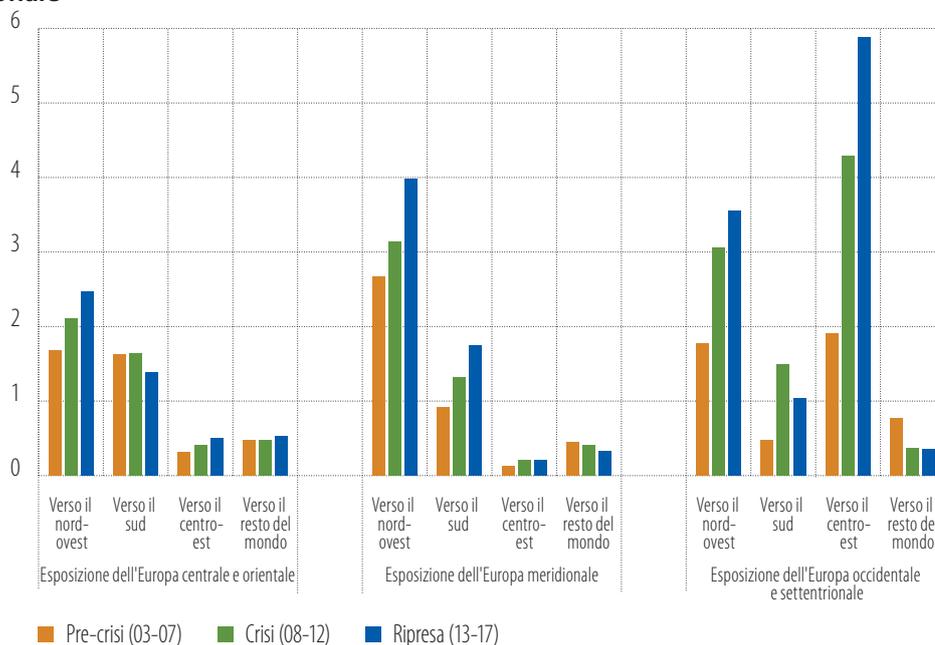
*Nota: l'indice è calcolato utilizzando un Modello autoregressivo vettoriale bayesiano. Cfr. Relazione sugli investimenti 2017/2018 e Lake e Maurin (2019, testo non ancora pubblicato).*

### Percentuale di imprese soggette a vincoli di finanziamento (2016-18, in media)



Fonte: EIBIS.

### Propensione per il mercato nazionale: tasso di esposizione verso le diverse regioni nell'ambito del portafoglio complessivo regionale verso l'estero, in rapporto al PIL regionale



Fonte: elaborazioni BEI sulla base di dati del Fondo monetario internazionale (FMI).

Nota: un tasso medio regionale superiore a 1 indica una sovraesposizione relativa della regione di origine nei confronti della regione di destinazione, mentre un valore al di sotto di 1 è indice di una sottoesposizione in termini relativi.

## La BEI

**La Banca europea per gli investimenti (BEI) svolge un importante ruolo di catalizzatore nel promuovere progetti di investimento a sostegno degli obiettivi strategici dell'UE in Europa e nel mondo.** Nel 2018 la BEI ha erogato, a livello mondiale, 56 miliardi di EUR di finanziamenti a lungo termine a sostegno di investimenti produttivi pubblici e privati, mentre il Fondo europeo per gli investimenti (FEI) 10 miliardi di EUR. Secondo una prima stima, tali fondi hanno contribuito alla realizzazione di progetti di investimento per un valore di circa 230 miliardi di EUR.

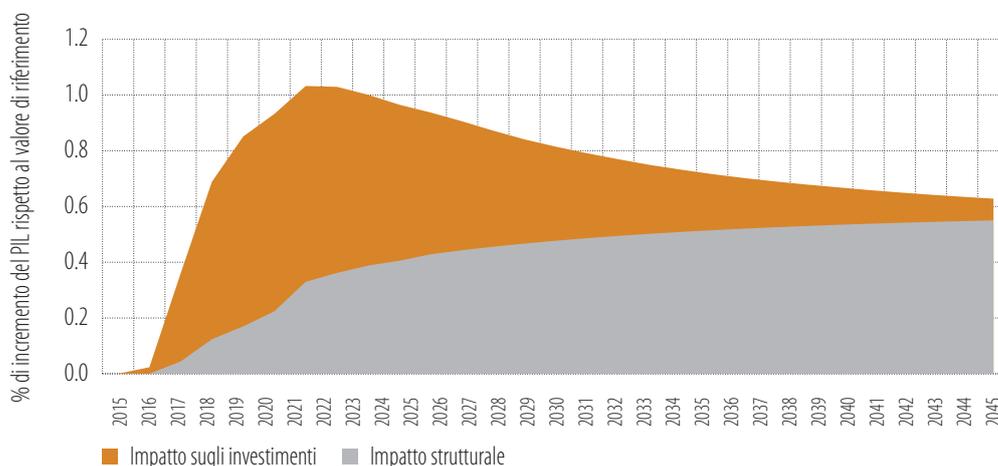
**La BEI è sia una banca che un'istituzione pubblica.** La BEI – i cui azionisti sono gli Stati membri dell'Unione europea – raccoglie fondi sui mercati internazionali dei capitali per poi erogarli sotto forma di prestiti a favore di progetti di investimento volti ad ovviare alle disfunzioni sistemiche del mercato. Tra le priorità della BEI figurano, in particolar modo, quattro settori che hanno come obiettivo quello di promuovere una crescita intelligente e sostenibile nonché la creazione di posti di lavoro: innovazione e competenze, piccole e medie imprese (PMI), Azione per il clima e infrastrutture strategiche.

**La BEI si è impegnata a contribuire al conseguimento degli obiettivi dell'Accordo di Parigi.** Tutte le attività della Banca si conformeranno a tale accordo entro il 2020, mentre entro il 2025 il 50% delle attività di prestito sarà legato al clima. L'obiettivo è quindi sostenere 1 000 miliardi di euro di investimenti nell'Azione per il clima e nella sostenibilità ambientale negli anni tra il 2021 e il 2030. Grazie alla propria attività di sviluppo di strumenti finanziari innovativi la BEI contribuisce ad attirare i finanziamenti del settore privato, in particolare da parte degli investitori istituzionali. La Banca ha inoltre svolto un ruolo cruciale in quanto emittente della prima obbligazione "verde" (green bond); da allora sono stati emessi titoli di questo tipo per un valore di circa 24 miliardi di EUR in undici valute che hanno contribuito alla creazione di un mercato di tali strumenti che oggi vale 500 miliardi di USD.

**La BEI utilizza prodotti finanziari e consulenza tecnica per mobilitare gli investimenti privati in modo da integrare gli investimenti pubblici e far fronte al concreto fabbisogno di investimenti infrastrutturali.** Dal punto di vista della mobilitazione delle risorse possono rivelarsi particolarmente efficaci prodotti quali le garanzie, il capitale di rischio e il *venture debt*. Le attività di consulenza tecnica della BEI svolgono un ruolo importante in quanto contribuiscono all'avvio dei progetti e all'ottimizzazione del rapporto costi-benefici. La BEI ha un ruolo rilevante nel supportare le PMI attraverso la digitalizzazione e la transizione verde.

**Gli investimenti sostenuti dal Gruppo BEI esercitano un impatto di lungo termine sull'economia dell'UE.** Operando in stretta collaborazione con il Centro comune di ricerca (Joint Research Centre) della Commissione europea gli economisti della BEI hanno utilizzato il consolidato modello RHOMOLO per stimare l'impatto macroeconomico futuro delle operazioni sostenute dalla Banca all'interno dell'Unione. Gli investimenti sostenuti dal Gruppo BEI nel 2018 dovrebbero comportare, entro il 2022, un incremento del PIL dell'Unione europea dello 0,9% rispetto allo scenario di riferimento, con un aumento di oltre 1 milione di unità in termini di posti di lavoro.

### Impatto atteso sul PIL dell'UE degli investimenti firmati nel 2018 sostenuti dal Gruppo BEI



# RAPPORTO SUGLI INVESTIMENTI 2019/2020



**Banca  
europea per gli  
investimenti**

*la banca dell'UE*

Banca europea per gli investimenti  
98-100, boulevard Konrad Adenauer  
L-2950 Lussemburgo  
☎ +352 4379-1  
[www.bei.org](http://www.bei.org) – ✉ [info@bei.org](mailto:info@bei.org)

- 🐦 [twitter.com/EIB](https://twitter.com/EIB)
- 📘 [facebook.com/EuropeanInvestmentBank](https://facebook.com/EuropeanInvestmentBank)
- 📺 [youtube.com/EIBtheEUBank](https://youtube.com/EIBtheEUBank)

print: ISBN 978-92-861-4474-5  
eBook: ISBN 978-92-861-4478-3  
pdf: ISBN 978-92-861-4471-4

**RISULTATI PRINCIPALI**