



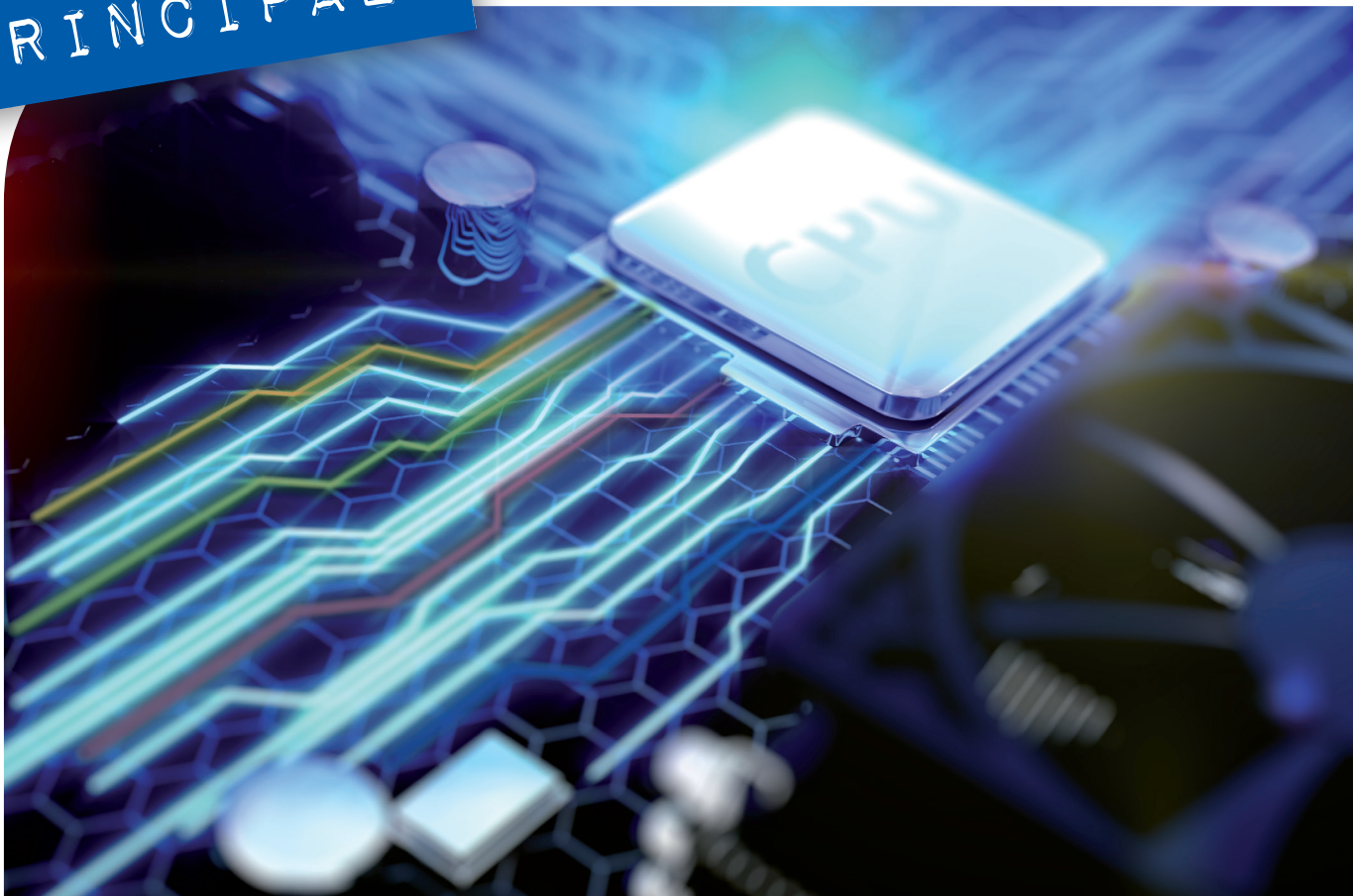
Banca  
europea per gli  
investimenti

*la banca dell'UE*

# Investimenti e finanza per gli investimenti in Europa

Finanziare la crescita  
di produttività

RISULTATI  
PRINCIPALI



2016



## Dalla crisi degli investimenti alla ripresa subottimale degli investimenti?

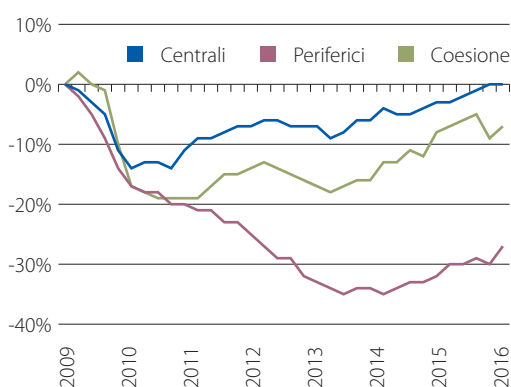
**La ripresa dell'Europa è lenta.** A seguito della recessione provocata dalla crisi del debito sovrano in Europa, all'inizio del 2013 nella maggior parte degli Stati membri dell'UE è cominciata una lenta ripresa. All'inizio era trainata dalle esportazioni, ma nel tempo è sempre più stata sostenuta dalla domanda interna, in particolare dai consumi. La crescita della domanda interna è stata favorita dal calo dei prezzi del petrolio e dall'inflazione generale, nonché da una politica monetaria molto accomodante e dal progressivo allentamento delle restrizioni di bilancio.

**Ma la ripresa degli investimenti è ancora più lenta.** La crescita degli investimenti nell'UE negli ultimi tre anni è stata pari al 3,1% annuo, di poco inferiore al tasso medio pre-crisi del 3,4% e ben al di sotto dei tassi storici di crescita degli investimenti durante i periodi di ripresa post-crisi finanziarie.

**E permangono ampie differenze nell'andamento degli investimenti regionali e settoriali.** Alla metà del 2016 gli investimenti nei "vecchi" Stati membri meno colpiti dalla crisi (di seguito "Paesi centrali") aveva raggiunto il livello pre-crisi, ma gli investimenti nei "Paesi della coesione", perlopiù "nuovi" Stati membri, erano ancora sotto del 9%. Nei "Paesi periferici" più colpiti dalla crisi gli investimenti sono tuttora inferiori del 27% al livello pre-crisi. In particolare, anche all'interno dei gruppi di Paesi, permangono notevoli differenze. In termini di composizione, le immobilizzazioni immateriali sono ben al di sopra dei livelli storici medi nei Paesi centrali e periferici, mentre la spesa in impianti, macchinari ed attrezzature primeggia nei Paesi della coesione. Il settore dell'edilizia, residenziale e non residenziale, nel complesso rimane depresso: gli investimenti in nuove costruzioni superano i livelli pre-crisi soltanto in cinque Stati membri, mentre in quindici è inferiore di oltre il 15% ai livelli pre-crisi.

**La graduale ripresa degli investimenti nel complesso è una buona notizia, ma ci sono rischi di peggioramento.** Il declino della crescita di produttività, i livelli relativamente bassi di investimento in immobilizzazioni immateriali e il calo degli investimenti in infrastrutture costituiscono una minaccia per la crescita futura. Le condizioni di finanziamento per le imprese sono migliorate, ma permangono attriti e fallimenti sistemici del mercato.

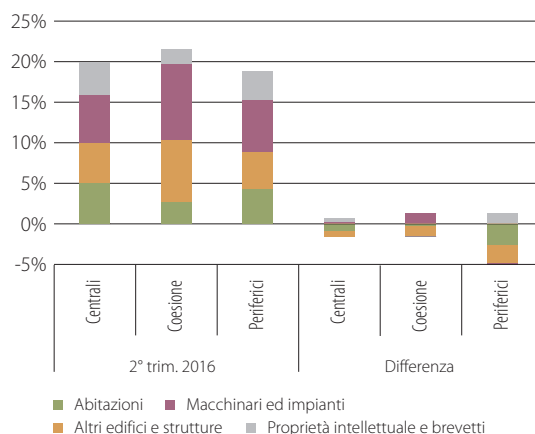
**Figura 1 Investimenti dell'UE per gruppo di Paesi, % di variazione rispetto al 1° trim. 2008**



Fonte: Conti nazionali, Eurostat and OCSE

Nota: Investimenti fissi lordi reali. Indice medio 2008 = 100. "Centrali": Austria, Belgio, Germania, Danimarca, Finlandia, Francia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Svezia e Regno Unito; "Periferici": Cipro, Grecia, Spagna, Irlanda, Italia, Slovenia e Portogallo; "Coesione": Bulgaria, Repubblica ceca, Estonia, Croazia, Ungheria, Lituania, Lettonia, Malta, Polonia, Romania e Slovacchia.

**Figura 2 Investimenti per categoria di attività, 2° trim. 2016 (% PIL) e differenza rispetto alla media del periodo 1995-2005**

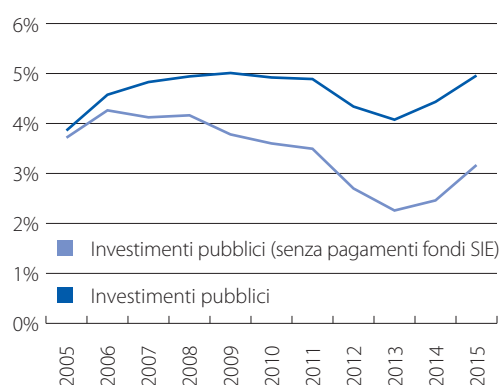


## Le tendenze negli investimenti pubblici sono influenzate dai margini fiscali e dai fondi dell'UE

I livelli degli investimenti pubblici reali nei Paesi centrali e della coesione ultimamente sono paragonabili ai livelli pre-crisi, ma nei Paesi periferici nel 2015 erano ancora sotto del 42%. È chiaro che il consolidamento fiscale ha agito da freno, in particolare nei Paesi periferici, e la maggior parte dei governi dell'UE non prevede aumenti degli investimenti pubblici nel 2016 e 2017.

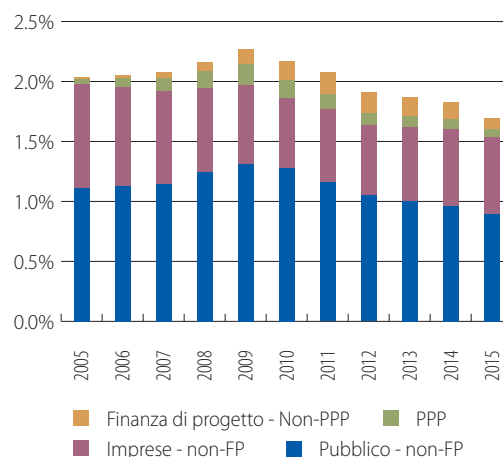
Nei Paesi della coesione gli investimenti pubblici sono stati il principale motore di crescita degli investimenti in seguito alla recessione, ma ciò è dipeso dai Fondi strutturali e di investimento europei, che hanno rappresentato circa due quinti degli investimenti pubblici, o quasi il 2% del PIL, negli ultimi anni. Tuttavia, i dati più recenti relativi al 2016 indicano che la forte crescita degli investimenti nei Paesi della coesione precedentemente registrata ha risentito di abbattimenti improvvisi ("cliff effect"), volgendo improvvisamente al negativo dopo la scadenza dei pagamenti del 2015 nel quadro dello scorso periodo di programmazione dell'UE.

**Figura 3** Tasso d'investimento pubblico nei Paesi della coesione



Fonte: Elaborazioni su dati ECON, DG Regio e AMECO.  
Nota: cofinanziamento nazionale non incluso.  
Fondi SIE: Fondi strutturali e di investimento europei.

**Figura 4** Tasso d'investimento in infrastrutture, UE



Fonte: Elaborazioni su dati Eurostat, BEI/EPEC, Projectware.  
Nota: Belgio, Croazia, Francia, Grecia, Lituania, Polonia e Romania sono esclusi dall'analisi per mancanza di dati. PPP: partenariato pubblico-privato. FP: finanza di progetto.

## I dati rivisti rivelano che gli investimenti nelle infrastrutture sono in calo

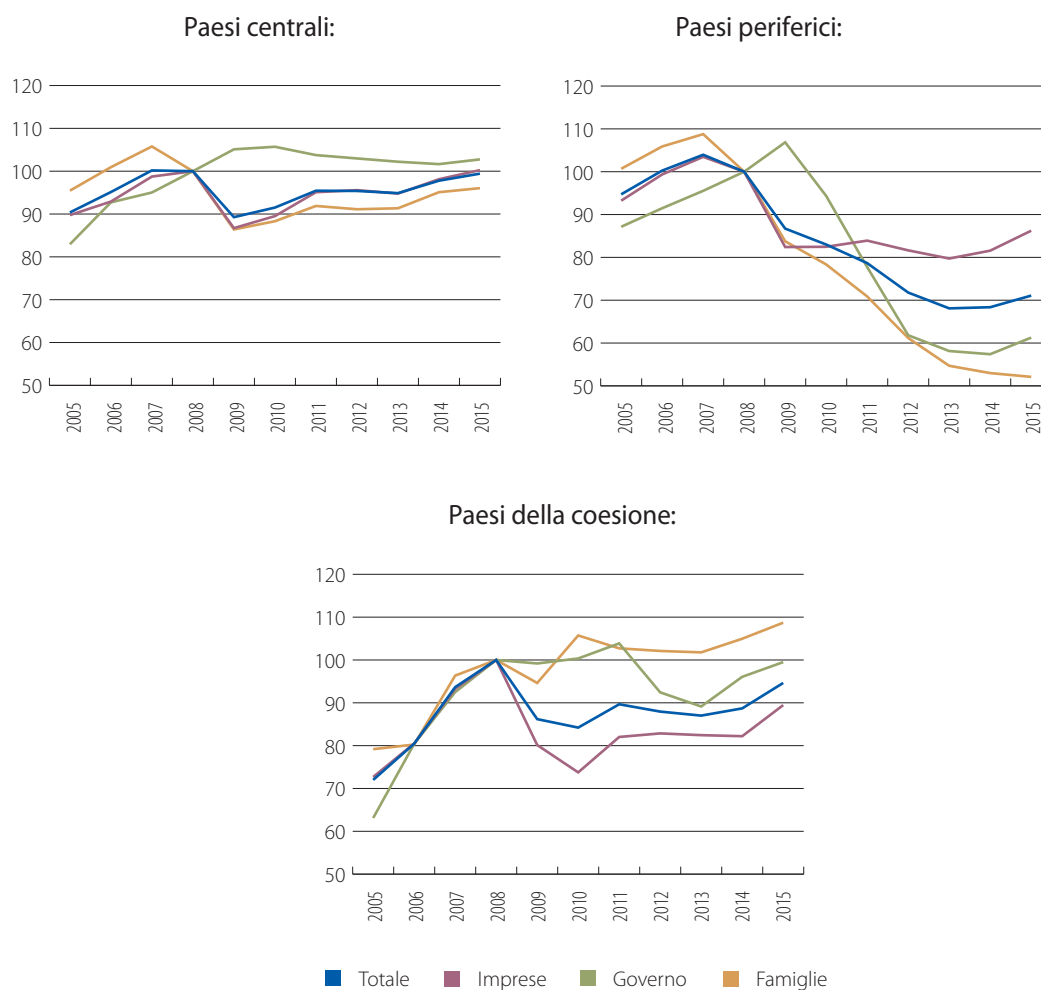
L'introduzione delle categorie contabili nazionali ESA 2010 ha permesso di elaborare una stima molto più accurata degli investimenti in infrastrutture in Europa. Pur essendo stati considerati piuttosto resilienti, si osserva ora che tali investimenti sono diminuiti di circa un quarto, dal 2,3% all'1,7% del PIL dal 2009. Nel 2015 erano ben al di sotto dei livelli del 2005, senza segni di inversione.

Gli investimenti delle imprese in infrastrutture erano diminuiti all'inizio della crisi, ma d'allora è la riduzione degli investimenti pubblici a contribuire alla maggior parte del calo. Come già osservato, il consolidamento fiscale è stato il fattore principale. Il rapporto fra investimenti pubblici e PIL è vicino al tasso medio a lungo termine, ma nel caso degli investimenti pubblici in infrastrutture il divario permane.

## A livello UE, gli investimenti delle imprese sono stati il motore principale della (lenta) ripresa degli investimenti...

Gli investimenti delle imprese sono il principale fattore che contribuisce alla crescita degli investimenti a livello UE. Hanno però raggiunto il picco pre-crisi nei Paesi centrali, ma non nei gruppi della coesione o periferici. Nei Paesi della coesione, gli investimenti delle imprese sono stati perlopiù stagnanti e rimangono ben al di sotto del livello pre-crisi e gli scarsi investimenti in edifici e strutture costituiscono l'ostacolo principale. Il rapporto fra investimenti delle imprese e PIL nel 2015 è inferiore alla media degli anni 1999-2005 e rappresenta un quarto del calo degli investimenti totali rispetto al PIL in seguito a tale periodo. Pertanto, sebbene le imprese stiano trainando la modesta ripresa degli investimenti, questa resta debole rispetto ai valori storici.

**Figura 5 Investimenti per settore istituzionale e per gruppo di Paesi, 2008 = 100**

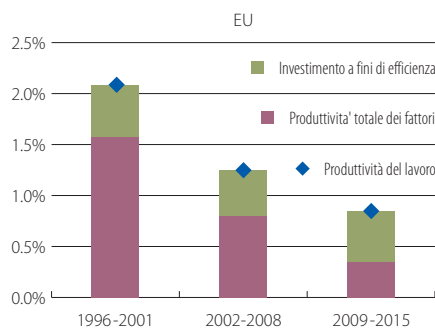


Fonte: Conti settoriali nazionali, Eurostat.

## ...ma sono a rischio a causa del calo della crescita di produttività

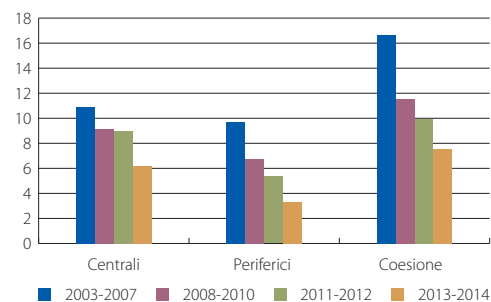
Le nostre stime indicano che il tasso di rendimento interno medio realizzato dalle imprese è in calo dall'inizio della crisi finanziaria, in tutti i Paesi, settori e nelle imprese di ogni dimensione. Tale declino è prevedibile in seguito a una crisi, ma dopo otto anni questa spiegazione diventa meno plausibile e risulta sempre più probabile che il calo sia dovuto alla diminuzione dei tassi di crescita della produttività. Sebbene l'allentamento della politica monetaria possa avere attenuato questa tendenza, è chiaro che se la diminuzione della produttività dovesse continuare provocherebbe gravi conseguenze per gli investimenti e la crescita potenziale. I risultati dell'indagine della BEI rivelano che la percezione dell'adeguatezza degli investimenti del passato da parte delle imprese non è tipicamente legata all'utilizzazione della loro capacità, con le imprese che privilegiano la sostituzione rispetto all'espansione, anche in caso di utilizzazione elevata della capacità, il che induce a ritenere che prevalgano considerazioni relative alla qualità dello stock di capitale.

**Figura 6** Componenti della crescita di produttività del lavoro



Fonte: Elaborazioni su dati AMECO

**Figura 7** Tasso di rendimento interno nominale delle attività

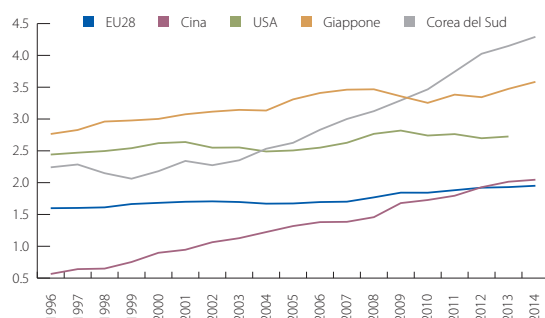


Fonte: Elaborazioni su dati ORBIS, Bureau van Dijk.

## Gli investimenti in immobilizzazioni immateriali a favore del miglioramento della produttività sono resilienti, ma in ritardo rispetto ai concorrenti globali

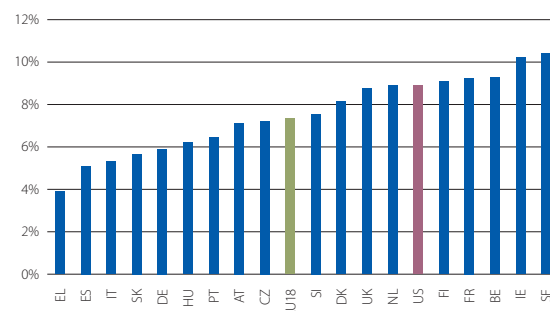
Nell'UE gli investimenti in diritti di proprietà intellettuale, gran parte dei quali è rappresentata dalla spesa in attività di R&S, sono andati meglio degli investimenti in beni materiali e hanno ora raggiunto livelli superiori a quelli nel 2008 (Grecia, Lettonia e Romania sono eccezioni degne di nota). Eppure i confronti globali non sono altrettanto lusinghieri. Il rapporto fra spesa in attività di R&S e PIL nell'UE resta inferiore di quasi 1 p.p. al livello statunitense e sta perdendo terreno rispetto alla rapida crescita in Cina, Giappone e Corea del Sud. Gli investimenti europei nella più ampia categoria dei beni immateriali si sono dimostrati resilienti, ma sono notevolmente inferiori a quelli negli Stati Uniti e la crescita è troppo lenta per colmare il divario. Il rapporto fra gli investimenti in beni immateriali e materiali evidenzia una correlazione positiva con gli investimenti pubblici in R&S e con una maggiore flessibilità del mercato del lavoro (o il tasso di miglioramento su quest'ultimo).

**Figura 8** R&S in % del PIL, UE ed economie principali



Fonte: OCSE (2016), Science, Technology and R&D. Statistics

**Figura 9** Investimenti in immobilizzazioni immateriali espressi in % del PIL, 2010-2013



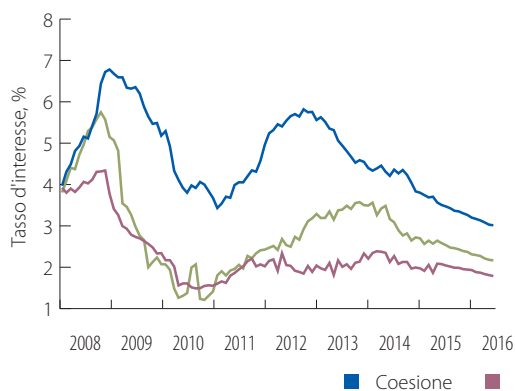
Fonte: Elaborazioni su dati NTAN-Invest, conti nazionali. Non sono disponibili dati per altri Stati membri dell'UE.

## Le condizioni finanziarie per le imprese sono migliorate...

La BCE e altre banche centrali europee hanno reagito alla crisi con un pacchetto straordinario di misure monetarie espansive, compreso l'abbassamento dei tassi di interesse al loro limite inferiore e l'introduzione di misure non convenzionali, quali il programma di acquisto di titoli (Expanded Asset Purchase Programme, APP). Al tempo stesso, l'unione bancaria mira a migliorare la resilienza del settore bancario. Queste misure hanno notevolmente contribuito a normalizzare le condizioni finanziarie per gli investimenti da parte delle imprese. In particolare:

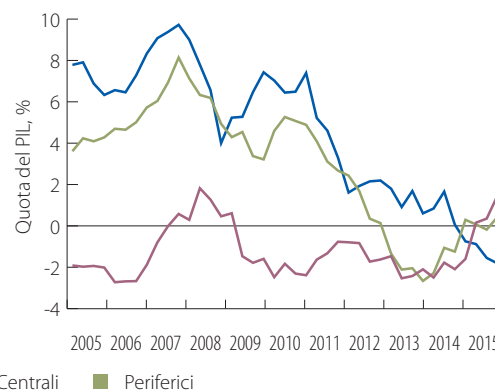
- Il processo di frammentazione dei mercati finanziari si sta gradualmente invertendo, nel senso che i differenziali di rendimento delle obbligazioni e dei tassi di prestito alle imprese tra Paesi centrali e periferici si sono ridotti.
- I prestiti bancari aumentano gradualmente e l'accesso ai finanziamenti esterni in generale migliora, sostenuto da una politica monetaria estremamente accomodante. Finora ciò ha compensato in misura considerevole la diminuzione dell'utile sul capitale investito nel periodo dopo la crisi.

**Figura 10** Costo reale dei prestiti bancari per le imprese



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

**Figure 11** Afflusso di capitale netto per gruppo di Paesi



Fonte: elaborazioni su dati FMI relative alla bilancia dei pagamenti.

## ...ma restano margini per ulteriori interventi

Molte imprese devono ancora far fronte a vincoli finanziari in un contesto caratterizzato da tassi di interesse estremamente bassi e da crescita di produttività e utile sul capitale investito in calo. Alcuni punti deboli destano preoccupazione:

- Nonostante i risultati positivi delle prove di stress effettuate dalla Autorità bancaria europea nel 2016 e la portata degli adeguamenti normativi realizzati, non vi è stato un recupero di fiducia e le banche europee continuano a risentire di valutazioni molto basse. Per una piena ripresa potrebbero essere necessarie modifiche strutturali del modello operativo di alcune banche.
- Nonostante la riduzione dei differenziali di rendimento delle obbligazioni favorita dalla politica monetaria nell'area dell'euro, i flussi di capitale transfrontalieri, soprattutto verso i Paesi della coesione, restano ben al di sotto dei livelli pre-crisi. Tali flussi di capitali sono stati uno dei principali motori di convergenze nell'UE.
- Le PMI continuano a dover far fronte a tassi di interesse più elevati e tendono a percepire la propria situazione finanziaria come vincolata. L'accesso al capitale per le PMI resta difficile, con i volumi di private equity tuttora ben al di sotto dei livelli prima della crisi e il segmento del capitale di rischio ancora molto legato al sostegno pubblico.

## L'impatto della crisi sul sistema finanziario ha avuto ripercussioni sulla crescita di produttività delle imprese

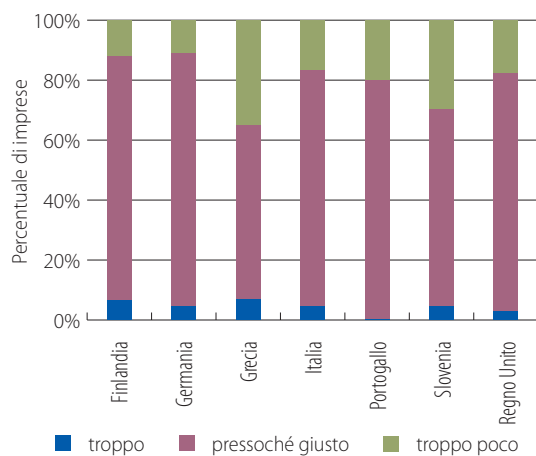
La nostra analisi rivela che la crisi ha ridotto la capacità del sistema finanziario dell'UE di ripartire le risorse in modo efficiente per sostenere le imprese più produttive, contribuendo così al rallentamento generale della crescita di produttività. Le imprese nell'UE sono state particolarmente esposte agli effetti della crisi a causa della loro forte dipendenza dai prestiti bancari e delle scarse opportunità di rivolgersi ai mercati dei capitali. Riscontriamo che, tendenzialmente, le imprese che fanno maggiore ricorso a capitale proprio, utili non distribuiti e crediti commerciali abbiano realizzato vendite e investimenti migliori, sia prima sia dopo la crisi, mentre fra le imprese a elevata leva finanziaria si è osservata la tendenza opposta.

La stretta creditizia provocata dalla crisi finanziaria ha anche fatto sì che la distribuzione del credito bancario tra le imprese sia stata determinata più dalla salute dello stato patrimoniale della rispettiva banca, o dalle dimensioni aziendali, che dalla produttività e dal potenziale di crescita di ciascuna impresa. L'offerta di credito alle imprese più piccole ha subito un calo più significativo e queste imprese hanno avuto maggiori difficoltà a compensare la riduzione dei finanziamenti esterni con altre fonti di finanziamento. La nostra ricerca indica che le imprese attive in settori con un alto potenziale di crescita sono state colpite in modo particolarmente negativo.

## I primi risultati dell'indagine della BEI sugli investimenti confermano il quadro di modesta ripresa degli investimenti delle imprese

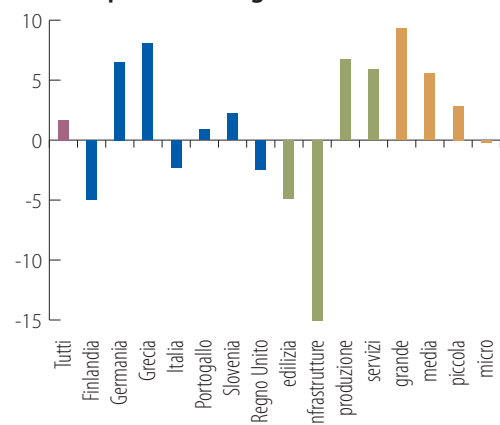
I risultati preliminari dell'indagine della BEI sugli investimenti (EIBIS) relativi a sette Paesi confermano la situazione di ripresa degli investimenti delle imprese in alcuni paesi. L'80% delle imprese riferisce di avere investito più o meno la cifra giusta negli ultimi tre anni, mentre il 16% riferisce di avere investito troppo poco. Nel complesso, e con margini abbastanza ridotti, le imprese in Germania, Grecia, Portogallo e Slovenia prevedono di investire di più in questo esercizio finanziario rispetto a quello precedente, mentre le imprese in Finlandia, Italia e Regno Unito prevedono di investire meno. Nel settore delle infrastrutture le imprese prevedono un notevole rallentamento degli investimenti in tutti i Paesi, tranne il Portogallo. L'incertezza primeggia come problema che incide negativamente sulle decisioni di investimento, assieme alla normativa applicabile alle imprese (in particolare nei Paesi periferici) e alla mancanza di lavoratori qualificati (soprattutto in Germania e in alcuni Paesi della coesione e periferici soggetti a notevoli fughe di cervelli).

**Figura 12** Carenza di investimenti indicata dalle imprese – importo degli investimenti negli ultimi tre anni



Fonte: Indagine della BEI sugli investimenti (EIBIS).

**Figura 13** Prospettive di investimento delle imprese - percentuale di previsioni positive meno percentuale di previsioni negative



Fonte: Indagine della BEI sugli investimenti (EIBIS).  
Nota: Alle imprese viene chiesto se prevedono che gli investimenti nel corso dell'attuale esercizio finanziario saranno maggiori, minori o pressoché uguali all'esercizio precedente. Il grafico riporta la percentuale di imprese che ha risposto "maggiori", meno la percentuale di imprese che ha risposto "minori".



## Le politiche pubbliche per affrontare gli attriti e i fallimenti del mercato e per migliorare la crescita di produttività restano critiche

La ripresa degli investimenti nell'UE è cominciata, ma è debole rispetto ai valori storici ed è disomogenea. La lentezza della ripresa degli investimenti delle imprese è allarmante, soprattutto alla luce dello straordinario stimolo monetario. La bassa crescita di produttività e il calo dell'utile sul capitale investito sono alla base di questo fenomeno e destano forte preoccupazione nei Paesi centrali. Le condizioni finanziarie si sono gradualmente normalizzate, ma permangono vincoli, in particolare per le PMI in alcuni Paesi periferici. I deboli investimenti pubblici e il calo degli investimenti in infrastrutture sono un grave problema che si ripercuote sulla competitività e sulla crescita potenziale a lungo termine dell'Europa. Nei Paesi periferici sono collegati, in particolare, ai vincoli fiscali, mentre i Paesi della coesione dipendono molto dai fondi strutturali dell'UE e risentono della riduzione degli IDE e di altri flussi di capitali transfrontalieri.

Per evitare il ristagno degli investimenti è necessaria un'azione continuativa su almeno tre fronti:

- **riforme strutturali** incentrate sulla flessibilità del mercato per sostenere l'innovazione e la crescita di produttività, compreso un intervento riguardante gli ostacoli agli investimenti. La BEI collabora con la Commissione europea per contribuire a individuare tali ostacoli nell'ambito del terzo pilastro del Piano di investimenti per l'Europa;
- **riforme del settore finanziario** per continuare a migliorare la resilienza del settore bancario e a sviluppare i mercati dei capitali quale fonte alternativa di finanza per le imprese europee. L'unione bancaria e l'unione dei mercati dei capitali sono importanti passi avanti in questo ambito;
- **sostegno pubblico agli investimenti**, facendo l'uso migliore delle capacità di finanziamento disponibili a livello UE e nazionale per affrontare le carenze di investimenti in infrastrutture e innovazione e per contribuire ad attenuare i vincoli finanziari con cui si confrontano le imprese più piccole. Gli aspetti importanti sono la qualità della spesa pubblica, la capacità istituzionale, il coordinamento a livello nazionale, regionale e municipale e l'uso di strumenti catalitici.

## La BEI ha un ruolo cruciale da svolgere a sostegno degli investimenti in Europa

La BEI svolge un importante ruolo di catalizzatore nel promuovere solidi progetti di investimento a sostegno degli obiettivi politici dell'UE in Europa e altrove. Come banca, raccoglie fondi sui mercati internazionali dei capitali, facendo leva sul suo rating del credito AAA. Come istituto pubblico di proprietà dei 28 Stati membri dell'UE, presta tali fondi per finanziare progetti di investimento che affrontano i fallimenti sistemici del mercato o gli ostacoli finanziari, destinati a quattro settori prioritari in sostegno della crescita e della creazione di posti di lavoro: innovazione e competenze, PMI, azione a favore del clima e infrastrutture strategiche.

Nel 2015 la BEI ha fornito 77,5 miliardi di EUR in finanziamenti a lungo termine per sostenere investimenti produttivi privati e pubblici, mentre il FEI ha fornito 7 miliardi di EUR. Secondo una prima stima, ha così contribuito alla realizzazione di progetti di investimento, rispettivamente del valore di circa 230 miliardi di EUR e 27 miliardi di EUR. Tutti i progetti finanziati dalla BEI devono essere bancabili, ma anche soddisfare rigorosi criteri economici, tecnici, ambientali e sociali per poter dare risultati tangibili nel migliorare la vita delle persone. Oltre ai prestiti, le attività di finanziamento combinato (blending) della Banca possono contribuire a mobilitare i finanziamenti disponibili, per esempio favorire la trasformazione delle risorse dell'UE nell'ambito dei Fondi strutturali e di investimento europei (fondi SIE) in prodotti finanziari quali prestiti, garanzie, capitale proprio (equity) e altri meccanismi di assunzione dei rischi. Le attività di consulenza e l'assistenza tecnica possono aiutare i progetti a decollare e aumentare al massimo l'efficacia della spesa in investimenti.

Il Piano di investimenti per l'Europa avviato dalla Commissione europea e dalla BEI migliora ulteriormente la risposta politica dell'UE per rilanciare gli investimenti e recuperare la competitività dell'UE. È suddiviso in tre pilastri principali: finanziamenti tramite il Fondo europeo per gli investimenti strategici (FEIS) per migliorare la capacità del Gruppo BEI di affrontare i fallimenti del mercato nell'assunzione di rischi che bloccano gli investimenti; il Polo europeo di consulenza sugli investimenti (PECI) per fornire assistenza tecnica completa nell'individuazione di fonti, nella preparazione e nello sviluppo di progetti di investimento e sostegno alla riforma normativa e strutturale per eliminare le strozzature e assicurare un clima favorevole agli investimenti. Alla metà di ottobre 2016, erano state approvate 362 operazioni nel quadro del FEIS, che potrebbero mobilitare il 44% dell'importo complessivo previsto, pari a 315 miliardi di EUR.



### Sulla relazione

**Investimenti e finanza per gli investimenti in Europa: finanziare la crescita di produttività 2016** - la relazione annuale della BEI Investimenti e finanza per gli investimenti è intesa a fornire uno strumento di monitoraggio che presenta una panoramica completa degli sviluppi e dei motori degli investimenti e del loro finanziamento nell'UE. Essa abbina l'analisi e la comprensione delle tendenze e degli sviluppi fondamentali di mercato a un particolare approfondimento tematico, che quest'anno è dedicato all'impatto degli ostacoli finanziari sulle dinamiche di investimento. Quest'anno la relazione contiene anche la nuova indagine annuale della BEI sugli investimenti (EIBIS). La relazione è un prodotto di riferimento del Dipartimento Analisi economiche della BEI. Essa integra l'analisi interna della BEI con contributi di importanti esperti del settore.

### Sul Dipartimento Analisi economiche della BEI

La missione del Dipartimento Analisi economiche della BEI è fornire analisi e studi economici per sostenere le operazioni della Banca e la definizione delle sue posizioni, strategie e politiche. Il Dipartimento, composto da un team di 30 economisti, è diretto da Debora Revoltella (Direttrice delle Analisi economiche).

Principali contributi alla relazione di quest'anno: Redattori economici: Atanas Kolev (responsabile), Philipp Brutscher e Christoph Weiss, sotto la supervisione di Pedro De Lima, direttore Studi economici; Introduzione: Atanas Kolev; Capitolo 1: Atanas Kolev (responsabile capitolo), Tim Bending, Philipp-Bastian Brutscher, Rocco Bubicco e Tanja Tanayama; Capitolo 2: Carol Corrado (Conference Board), Jonathan Haskel (Imperial College, CEPR e IZA), Cecilia Jona-Lasinio (Istat e LUISS Lab) e Massimiliano Iommi (Istat e LUISS Lab). Capitolo 3: Tim Bending e Philipp-Bastian Brutscher; Capitolo 4: Laurent Maurin (responsabile capitolo), Carlo de Nicola, Natacha Valla, Marcin Wolski (Riquadro 3), João Pinto (Università cattolica, Portogallo, Riquadro 1) e Paulo Alves (Università cattolica, Portogallo, Riquadro 1); Capitolo 5: Hemlut Kraemer-Eis (FEI, responsabile capitolo), Frank Lang (FEI), Wouter Torfs (FEI) e Salome Gvetadze (FEI); Capitolo 6: Atanas Kolev (responsabile capitolo), Pauline Bourgeon, Christoph Weiss, Noelia Jiménez (Banco de España, Riquadro 2), Roberto Blanco (Banco de España, Riquadro 2), Emilia Bonaccorsi di Patti (Banca d'Italia, Riquadro 3), Luísa Farinha (Banco de Portugal, Riquadro 4); Capitolo 7: Şebnem Kalemlı-Özcan (Università del Maryland, CEPR e NBER)

### Banca europea per gli investimenti

La BEI è la banca dell'Unione europea. In qualità di organismo multilaterale più grande del mondo che assume ed eroga prestiti, offriamo finanziamenti e competenze per progetti di investimento solidi e sostenibili, perlopiù nell'UE. I nostri azionisti sono i 28 Stati membri e i progetti che sosteniamo contribuiscono alla realizzazione degli obiettivi politici dell'Unione. Nell'ambito del nostro mandato esterno, contribuiamo anche all'attuazione del pilastro finanziario della politica estera dell'Unione europea.

### Esonero di responsabilità

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





**Banca europea per gli investimenti**  
98-100, boulevard Konrad Adenauer  
L-2950 Luxembourg

☎ (+352) 43 79 - 1

✉ (+352) 43 77 04

[www.eib.org/economics](http://www.eib.org/economics)

✉ [info@eib.org](mailto:info@eib.org)