

ultimi anni. A compensare questo fenomeno vi è stata tuttavia un'ulteriore riduzione della componente a tasso variabile (CCT e CCTeu), che passa dal 9,06 per cento di dicembre 2011 al 7,48 per cento alla fine del 2012.

Nonostante le difficoltà presenti sui mercati, soprattutto nel periodo tra marzo e luglio del 2012, il Tesoro è dunque riuscito a muoversi nel solco della politica adottata negli ultimi anni in termini di riduzione o quanto meno di contenimento della quota di debito esposta alle fluttuazioni dei tassi. La maggiore emissione sul comparto BOT, resasi necessaria anche per contribuire a rifinanziare gli ingenti volumi in scadenza dei primi quattro mesi dell'anno, è stata più che compensata dalla riduzione di emissioni sul comparto CCT/CCTeu, dovuta peraltro alle specifiche condizioni di ridotta liquidità e profondità di mercato verificatesi in alcune parti dell'anno, che hanno determinato una drastica riduzione degli ammontari offerti (poco oltre 5 miliardi di euro contro i quasi 21 miliardi dell'anno precedente). A incidere sulla riduzione della quota dei CCT, sono state anche alcune operazioni di *buy-back* effettuate a valere sul Fondo Ammortamento per un volume totale nominale pari a circa 650 milioni.

Il comparto dei BTP ha visto invece una significativa diminuzione del ricorso alle scadenze 15-30 anni rispetto all'anno precedente, a motivo della forte volatilità del settore, che ha reso più problematica l'esecuzione di collocamenti su tale segmento della curva dei rendimenti. Ciò ha dato luogo a un significativo ribilanciamento delle emissioni sul comparto 7-10 anni, anche mediante il ricorso a titoli *off-the-run*, e sul segmento a 3 anni, anche se complessivamente il totale dei volumi di BTP collocati nell'anno è inevitabilmente risultato in lieve calo.

È invece continuata la riduzione della quota estera sul totale del debito, passata dal 4,29 per cento nel 2011 al 3,68 per cento nel 2012, anche per via della riduzione delle opportunità di emissione a condizioni convenienti su questo comparto.

La componente indicizzata all'indice di inflazione *HICP*⁴ europeo (BTP€i) ha visto solo un lieve decremento (dal 7,63 per cento nel 2011 al 7,43 per cento nel 2012), nonostante le significative difficoltà di mercato. Il mercato di questi titoli per l'Italia ha subito anche l'effetto negativo del declassamento da parte delle agenzie di *rating*⁵, che ha determinato un'automatica fuoriuscita dei BTP€i da importanti indici obbligazionari europei di settore. Ciò ha particolarmente penalizzato le emissioni con scadenza 10, 15 e 30 anni, mentre quelle a medio termine, ossia con scadenza tra i 5 e 10 anni, sono state ridotte ma non significativamente se confrontate con l'anno precedente.

Di converso, il segmento dei titoli indicizzati all'indice di inflazione nazionale ha visto una rilevante espansione grazie al lancio del BTP Italia, il nuovo titolo a quattro anni dedicato alla clientela *retail* indicizzato all'inflazione italiana, ossia all'indice FOI⁶. Tale titolo è stato emesso in tre occasioni durante il 2012 per un volume complessivo di oltre 27 miliardi di euro (pari all'1,65 per cento del debito). Con questo strumento il Tesoro ha consolidato un canale diretto di

⁴ Indice dei Prezzi al Consumo Armonizzato.

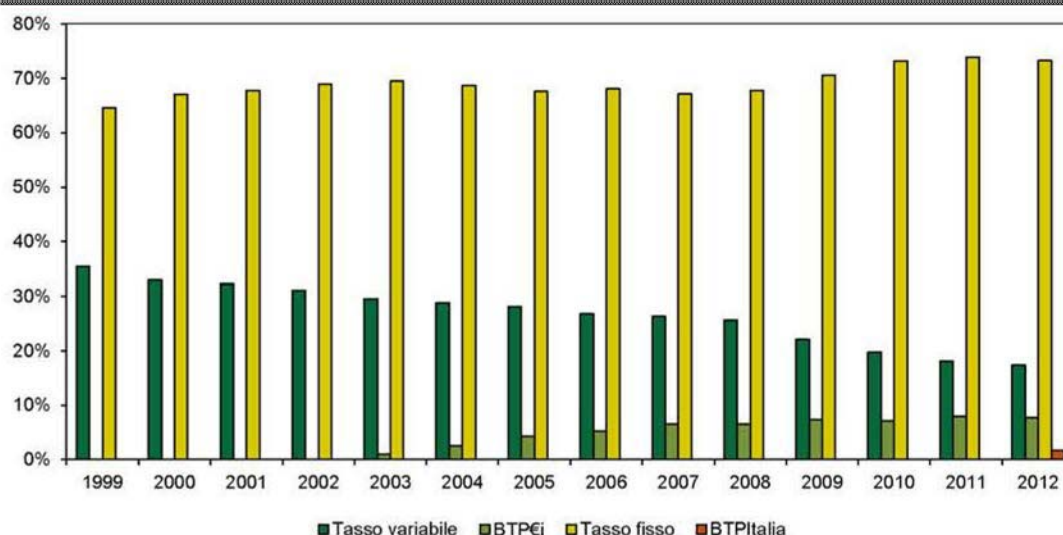
⁵ In particolare si fa riferimento al *downgrade* dell'Italia da parte dell'agenzia di *rating* *Moody's* avvenuto in luglio che ha fatto seguito a quelli verificatisi in gennaio da parte di *Fitch* (a A-) e di *Standard & Poor's* (da A3 a Baa2).

⁶ Indice delle Famiglie degli Operai e Impiegati.

emissione verso questo tipo di clientela - che ha sempre storicamente rappresentato una base di investitori cruciale per il debito pubblico italiano - servendosi in modo altamente innovativo della piattaforma telematica MOT, il mercato obbligazionario regolamentato *retail* gestito da Borsa Italiana.

Nella figura (IV.3) che segue vengono illustrate le tendenze fin qui descritte con riferimento all'aggregato dei soli titoli di Stato domestici: stabilità della componente a tasso fisso, riduzione di quella a tasso variabile, lieve contrazione di quella legata all'indice di inflazione *HICP* europeo più che controbilanciata da quella legata all'indice di inflazione *FOI* italiano per effetto della nascita del BTP Italia.

FIGURA IV.3: COMPOSIZIONE DELLO STOCK DEI TITOLI DI STATO DOMESTICI



Valutando l'esposizione del debito al rischio di tasso di interesse e di rifinanziamento sulla base di misure sintetiche che risentono delle scelte di politica di gestione del debito effettuate nel corso del 2012, si osserva come l'incidenza di tali rischi, sebbene in lieve aumento rispetto al 2011, sia rimasta tuttavia in linea con gli ultimi anni (figura IV.4): la vita media complessiva di tutti i titoli di Stato al 31 dicembre 2012 è risultata pari a 6,62 anni, in riduzione rispetto al dato al 31 dicembre 2011 (6,99 anni), anche se in misura modesta se valutata in prospettiva storica. Analoga è anche la tendenza dell'*Average Refixing Period*, calcolato relativamente ai soli titoli di Stato del programma domestico, che dai 5,81 anni di fine 2011 è passato ai 5,51 anni del 2012, che mostra un modesto incremento del rischio di tasso variabile⁷.

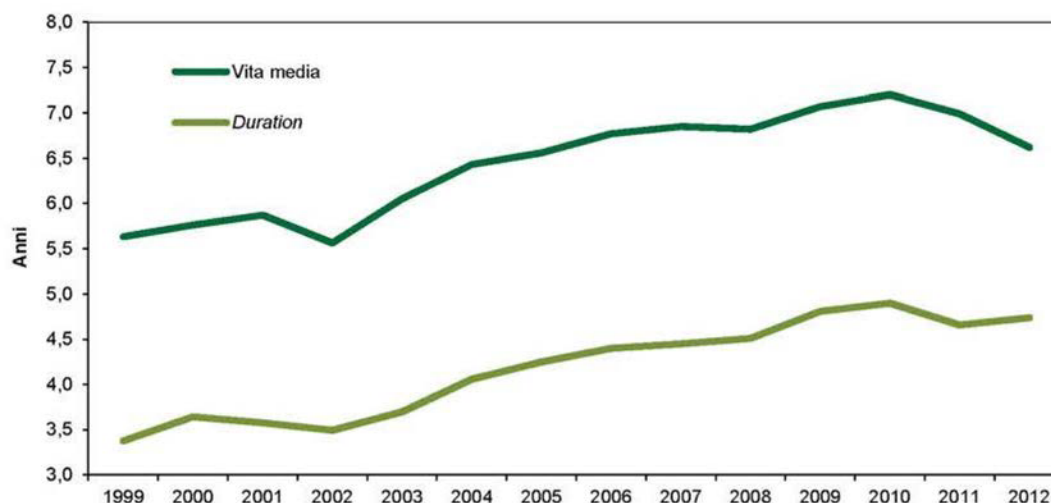
Di segno opposto è stato l'andamento della durata finanziaria che al 31 dicembre 2012 ha raggiunto i 4,74 anni, in aumento rispetto al dato del 2011 (4,66

⁷ La riduzione del comparto CCT/CCTeu e il contestuale incremento di quello dei BOT tendono ovviamente a ridurre la vita media del debito, ma ne aumentano la durata finanziaria considerando che l'esposizione al rischio di tasso dei CCT/CCTeu è mediamente superiore a quella dei BOT (i primi rifissano la cedola entro sei mesi, i secondi comprendono invece anche la scadenza annuale).

anni) anche per effetto dell'andamento dei tassi di mercato e del ridimensionamento della componente a tasso variabile.

La diminuzione nella vita media e nell'*Average Refixing Period* trova giustificazione nel fatto che le condizioni di mercato verificatesi nel corso del 2012 hanno reso significativamente meno efficienti e più esposti a rischio di esecuzione i collocamenti sul comparto dei BTP 15-30 anni, e hanno limitato, seppure in misura inferiore, le emissioni sul comparto dei BTP 10 anni rispetto al 2011: il rapporto tra le emissioni sull'area 15-30 anni sul totale delle emissioni di titoli domestici, è passato dal 3,20 per cento nel 2011 allo 0,82 per cento nel 2012, mentre il comparto con scadenza 10 anni è passato dal 13,21 per cento nel 2011 al 10,21 per cento nel 2012; al contrario il comparto con scadenza 3-5 anni, comprendendo anche la componente dei titoli indicizzati all'*HICP*⁸, ha visto salire la sua quota dal 21,04 per cento nel 2011 al 22,08 per cento nel 2012. Se a ciò si aggiunge la componente BTP Italia, si ottiene un valore pari al 27,80 per cento. Infine, l'aumento della quota complessiva di debito legata all'inflazione, passata dal 7,63 per cento nel 2011 al 9,09 per cento nel 2012, se si include il BTP Italia, comporta un incremento molto marginale del rischio di esposizione all'inflazione, che appare ampiamente compensato dai benefici derivanti dalla maggiore diversificazione dell'offerta ottenuta mediante l'introduzione del nuovo strumento dedicato agli investitori *retail*.

FIGURA IV.4: VITA MEDIA E DURATA FINANZIARIA DEI TITOLI DI STATO



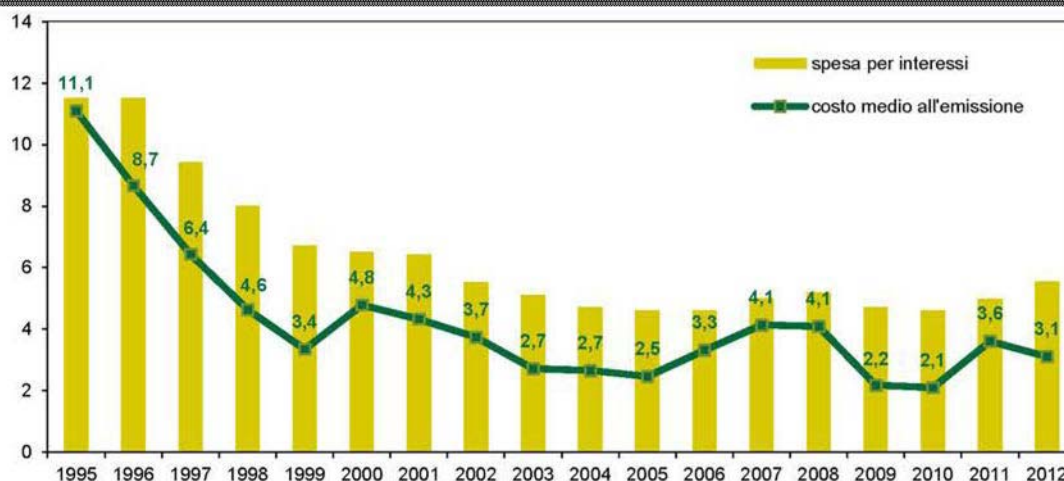
Considerando la sensitività ai tassi di interesse, l'andamento della struttura del debito nei primi mesi dell'anno in corso e quello prospettico per i prossimi anni tendono in parte a controbilanciare il modesto incremento dell'esposizione ai rischi menzionato sopra. Le previsioni effettuate nel mese di aprile dell'anno in corso indicano, infatti, come a un aumento istantaneo e permanente di un punto

⁸ Non è stata compresa la componente dei titoli indicizzati al FOI, poiché il dato non è confrontabile con il 2011 in quanto tale titolo è stato emesso per la prima volta nel 2012.

percentuale della curva dei rendimenti sui titoli di Stato corrisponda un impatto sull'onere del debito di 0,15 punti di PIL nel primo anno, 0,33 punti di PIL nel secondo e 0,46 punti nel terzo. Tale incremento si trasferisce interamente sul costo del debito dopo 5,51 anni. Questi valori, inferiori per i primi due anni rispetto a quelli del DEF dell'anno scorso, trovano giustificazione nella stima di un minor ricorso all'emissione della componente del debito legata alle fluttuazioni dei tassi (BOT e CCTeu), nonché nella riduzione dell'attività di indebitamento annuale complessiva, che risulta stabilizzarsi per via o delle minori scadenze o del ridotto livello atteso del fabbisogno del Settore statale da coprire.

La spesa per interessi della P.A. ha fatto registrare nel 2012 un incremento di circa 8 miliardi rispetto all'anno precedente, passando dal 5,0 al 5,5 per cento rispetto al PIL. Questo incremento è imputabile in larga parte alle Amministrazioni centrali e in particolare alle principali categorie di titoli di Stato domestici e, su tutte, gli incrementi più rilevanti sono stati quelli relativi ai BOT e ai BTP/BTP€i: per i primi ciò è spiegabile con il maggior quantitativo emesso rispetto all'anno precedente e ai tassi storicamente elevati a cui sono stati piazzati tali titoli a fine 2011 e nel periodo giugno-luglio 2012, mentre per i BTP/BTP€i ciò è dovuto principalmente all'effetto dei tassi all'emissione storicamente alti (in particolare quelli di fine 2011 e del periodo marzo-luglio 2012) oltre che, sebbene in misura molto più modesta, all'incremento in valore assoluto dello *stock* rispetto al 2011. Il costo medio ponderato sulle nuove emissioni è tuttavia tornato a scendere nel 2012 rispetto al 2011, arrivando al 3,11 per cento contro il 3,61 per cento rispettivamente (figura IV.5), dimostrando come l'incremento della spesa per interessi è da attribuirsi prevalentemente all'effetto di trascinamento sul 2012 del costo delle emissioni effettuate negli ultimi mesi del 2011.

FIGURA IV.5: SPESA PER INTERESSI IN RAPPORTO AL PIL E COSTO MEDIO PONDERATO ALL'EMISSIONE



Le stime circa la spesa per interessi relativa agli anni 2013-2017, formulate utilizzando i tassi impliciti nella curva dei rendimenti italiana rilevata a metà marzo 2013, prevedono un rientro del livello rispetto al PIL nel 2013, se confrontato con quello del 2012, al 5,3 per cento e incrementi annui modesti fino al 6,1 per cento del 2017. Sebbene l'attuale conformazione della curva dei

rendimenti faccia prevedere tassi in rialzo soprattutto sulle scadenze a breve e medio termine, e nonostante una ridotta velocità di discesa del rapporto debito/PIL, la dinamica piuttosto lenta di incremento degli interessi è da ricondurre principalmente alla struttura del debito e ai volumi assoluti da emettere nei prossimi anni che risultano stabili sui livelli del 2013.

PAGINA BIANCA

V. SOSTENIBILITÀ DELLE FINANZE PUBBLICHE

V.1 L'IMPATTO DELL'INVECCHIAMENTO DELLA POPOLAZIONE SULLA SOSTENIBILITÀ FISCALE

La valutazione della sostenibilità fiscale è una componente fondamentale della sorveglianza di bilancio all'interno dell'Unione europea. Sebbene non esista una definizione univoca, la sostenibilità delle finanze pubbliche viene normalmente descritta come la capacità di un governo di far fronte all'onere finanziario futuro sul debito. La capacità di ripagare i debiti elevati dipende, tra le altre cose, dal grado di sviluppo dei mercati finanziari, dai rischi percepiti, e dalla capacità del *policy maker* di attuare politiche economiche credibili e, non ultimo, dalle dinamiche demografiche previste per il medio e il lungo periodo.

Il deterioramento dei saldi di bilancio conseguenti alla crisi finanziaria del 2009 ha contribuito a generare rischi aggiuntivi per la sostenibilità dei bilanci pubblici. Tali rischi, infatti, si aggiungono a quelli dovuti al processo di invecchiamento della popolazione. Come noto, nei prossimi decenni la popolazione europea subirà notevoli cambiamenti demografici a causa di bassi tassi di fertilità, di un progressivo aumento dell'aspettativa di vita e del pensionamento della generazione del *boom* demografico¹.

Secondo le proiezioni del *2012 Ageing Report*², il rapporto congiunto della Commissione europea e del Comitato di politica economica (*Economic and Policy Committee, Working Group on Ageing - EPC WGA*), è presumibile che, in alcuni Stati membri dell'Unione europea, il mantenimento di finanze pubbliche sane e sostenibili nel medio e lungo termine possa essere messo a repentaglio dal peso crescente dell'invecchiamento della popolazione con un impatto negativo sia sulla crescita economica sia sulla spesa pubblica³.

Secondo stime recenti della Commissione europea⁴, i rischi fiscali generati dall'invecchiamento della popolazione sono in Italia relativamente minori rispetto a quelli dei principali partner europei grazie alle riforme in materia pensionistica e sanitaria messe a punto negli ultimi anni. Tuttavia, a causa dell'elevato livello di debito pubblico, la sostenibilità delle finanze pubbliche nel medio e lungo termine è subordinata ad un rigido controllo della finanza pubblica e al mantenimento di avanzi primari elevati.

¹ A questo riguardo si vedano le proiezioni rilasciate da Eurostat EUROPOP2010.

² European Commission, *Economic Policy Committee*, (2012), *The 2012-Ageing Report: Economic and Budgetary Projections for the EU-27 member States (2010-2060)*. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2012/pdf/ee-2012-2_en.pdf.

³ Ad esempio, nell'UE 27 il rapporto tra popolazione inattiva con più di 65 anni e gli occupati (di età 20-64) è previsto aumentare dal 40 nel 2010 al 74 per cento nel 2060.

⁴ Commissione Europea, (2012), *Fiscal Sustainability Report 2012, European Economy No.8*. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2012/pdf/ee-2012-8_en.pdf.

In coerenza con le indicazioni metodologiche definite a livello europeo in ambito EPC-WGA, l'Italia elabora tradizionalmente le proiezioni di medio-lungo periodo relative a quattro componenti di spesa connesse all'invecchiamento (spesa *age-related*): la spesa pubblica per pensioni, la spesa sanitaria e quella per l'assistenza di anziani e disabili a lungo termine (d'ora in poi *Long Term Care*, LTC), la spesa per l'istruzione e quella per ammortizzatori sociali⁵.

Le proiezioni si basano sulle ipotesi demografiche relative alla previsione centrale di Eurostat⁶, mentre per quelle macroeconomiche si fa riferimento allo scenario concordato dall'EPC-WGA per l'*Ageing Report* del 2012 (scenario *EPC-WGA baseline*). Inoltre, per gli anni dal 2011 al 2017, le proiezioni recepiscono i dati di contabilità nazionale e il quadro macroeconomico di breve periodo del DEF 2013 (capitolo II)⁷. L'interazione delle suddette ipotesi determina un tasso di crescita del PIL reale che si attesta, nel periodo 2013-2060, poco al di sopra dell'1,4 per cento medio annuo. A partire dal 2018, il deflatore del PIL e il tasso di inflazione sono assunti pari al 2 per cento.

Le previsioni della spesa *age-related*, riportate nella Tavola V.1, sono aggiornate sulla base del quadro normativo vigente ad aprile 2013.

Per quanto riguarda la spesa pensionistica, le proiezioni sono basate principalmente sulle disposizioni stabilite in base alla cosiddetta 'Riforma Fornero' (Legge 214/2011)⁸. In particolare, la previsione sconta, sia per il 2012 sia per il 2013, gli effetti conseguenti al riconoscimento della rivalutazione delle pensioni al costo della vita limitatamente ai trattamenti complessivamente non

⁵ Le proiezioni vengono effettuate sulla base del Modello di Previsione di Lungo Periodo della Ragioneria Generale dello Stato.

⁶ Le ipotesi demografiche adottate sono quelle relative alla previsione centrale Eurostat, con base 2010. Tale scenario prevede, per l'Italia: i) un flusso netto annuo di immigrati pari, mediamente, a circa 310 mila unità, con un profilo decrescente; ii) un livello della speranza di vita al 2060 pari a 85,5 anni per gli uomini e a 89,7 anni per le donne; iii) un tasso di fecondità totale al 2060 pari a 1,57.

⁷ Le proiezioni sono state riviste in funzione degli aggiustamenti necessari per raccordare i dati del quadro macroeconomico di breve periodo con i valori strutturali di medio-lungo periodo definiti nello scenario EPC-WGA *baseline*. Tale raccordo ha riguardato esclusivamente le variabili occupazionali in quanto la dinamica della produttività è stata mantenuta invariata a partire dal 2018. In particolare, le differenze occupazionali evidenziate nel 2017, nel confronto fra le previsioni di breve periodo dello scenario *baseline* originario e di quello aggiornato, sono state progressivamente azzerate nell'arco di un quinquennio, per quanto riguarda i tassi di attività, e nell'arco di dodici anni, per quanto riguarda il tasso di disoccupazione. Relativamente alle dinamiche strutturali di medio-lungo periodo delle variabili del quadro macroeconomico, le ipotesi dello scenario EPC-WGA *baseline* prevedono un tasso di variazione medio annuo della produttività reale che è crescente nella prima parte del periodo di previsione, per poi convergere all'1,54 per cento a partire dal 2030. Sul fronte occupazionale, il tasso di occupazione nella fascia di età 15-64 è previsto crescere dal 56,8 per cento del 2012 al 60,3 per cento del 2060. È utile rimarcare, inoltre, come lo scenario macroeconomico EPC-WGA *baseline* 2012 combini le previsioni occupazionali della Commissione europea prodotte nelle *spring forecasts* del 2011 (per il biennio 2011-2012) ed estrapolate al 2015, con le previsioni ottenute con il modello di simulazione per coorte elaborate in ambito EPC-AWG. La combinazione dei due set di previsioni che coprono, rispettivamente, il breve periodo ed il medio-lungo periodo è stata effettuata sulla base di un approccio metodologico che crea una discontinuità nel passaggio dal 2015 al 2016. Tale discontinuità, nel caso dell'Italia, si traduce in un abbattimento dei livelli occupazionali, impiegati ai fini della previsione del PIL, pari al 2,3 per cento rispetto alle previsioni ottenute con il modello di simulazione per coorte. Al fine di fornire una rappresentazione delle variabili occupazionali coerente con le dinamiche occupazionali effettivamente inglobate nelle ipotesi di crescita definite nello scenario, i valori dei tassi di attività prospettati sono stati rideterminati in misura corrispondente. Pertanto, essi risulteranno strutturalmente del 2,3 per cento inferiori rispetto a quelli pubblicati da EPC-WGA nel 2012 *Ageing report*.

⁸ In particolare, la previsione della spesa pensionistica sconta gli effetti finanziari delle misure contenute negli interventi di riforma adottati nel corso del 2011 e 2012 e, segnatamente, il D.L. 98/2011 (convertito con modificazioni dalla L. n. 111/2011), il D.L. 138/2011 (convertito con modificazioni dalla L. 148/2011), il D.L. 201/2011 (convertito con L. n. 214/2011), il D.L. 95/2012 (convertito con L. n. 135/2012) e L. n. 228/2012 (Legge di Stabilità 2013).

superiori a tre volte il trattamento minimo INPS. Inoltre, vengono recepite anche le disposizioni dirette ad incrementare il numero di lavoratori salvaguardati dall'innalzamento dei requisiti di accesso al pensionamento stabilito nell'ultima riforma con riferimento a fattispecie definite per via legislativa nel corso del 2012. Si tiene infine conto delle misure di agevolazione in materia di cumulo di periodi assicurativi presso differenti gestioni previdenziali.

La previsione della spesa sanitaria per gli anni 2013-2017 include gli interventi di contenimento adottati fin dal 2010 e già inglobati nelle proiezioni dello scorso anno⁹. Tuttavia, sulla base della recente sentenza della Corte Costituzionale¹⁰ che ha stabilito l'illegittimità dell'esercizio da parte dello Stato centrale della potestà regolamentare in materie in cui esso non possieda una competenza esclusiva, si recepiscono anche gli effetti finanziari relativi alla non applicabilità di misure di compartecipazione alla spesa sanitaria per un importo pari a 2.000 milioni di euro. Inoltre, la proiezione include gli ulteriori effetti di contenimento previsti sulla base delle misure contenute nel D.L. 95/2012¹¹ e nella Legge di Stabilità 2013¹².

Infine, le proiezioni della spesa *age-related* recepiscono le più recenti modifiche normative riguardo alla spesa per gli ammortizzatori sociali¹³ e per l'istruzione¹⁴.

Complessivamente, nel periodo 2010-2060, la spesa *age-related* in rapporto al PIL è stabile intorno al 28 per cento del PIL (Tavola V.1). Tuttavia, negli anni successivi al 2015, la spesa si riduce lievemente per poi aumentare a partire dal 2035, in corrispondenza del pensionamento della generazione del cosiddetto *baby boom*, finendo raggiungere il 29,3 per cento del PIL nel 2050. Negli ultimi anni dell'orizzonte di previsione, l'aggregato della spesa connessa all'invecchiamento si riduce significativamente fino a convergere, in rapporto al PIL, agli stessi livelli registrati nel 2010.

Relativamente alle singole componenti, si osserva che la spesa per pensioni, dopo un fase iniziale di crescita, esclusivamente imputabile alla recessione economica che è prevista proseguire anche nel 2013, comincia a diminuire fino a raggiungere circa il 15,2 per cento del PIL negli anni tra il 2025 e il 2030. Successivamente, il rapporto riprende a crescere fino a raggiungere il livello massimo del 16,3 per cento del PIL nel quinquennio 2040-2045. Negli ultimi anni dell'orizzonte di previsione, la spesa pensionistica in percentuale del PIL scende rapidamente fino a raggiungere un livello pari al 14,6 per cento nel 2060.

⁹ D.L. n. 78/2010, convertito dalla L. n. 122/2010 e dal D.L. n. 98/2011 convertito dalla L. n. 111/2011.

¹⁰ Corte Costituzionale, sentenza n. 187/2012 su quanto disposto dall'art. 17, co. 1, lettera d) del D.L. n. 98/2011.

¹¹ Convertito con L. n. 135/2012.

¹² Si rinvia, per maggior informazioni, all'analisi di dettaglio contenuta nel DEF 2013, Sez. II.

¹³ La previsione degli ammortizzatori sociali sconta le misure previste dalla L. n. 92/2012 di riforma del mercato del lavoro e dalla L. n. 228/2012 (Legge di Stabilità 2013) fra le quali l'incremento, rispetto a quanto già previsto dalla L. n. 92/2012, del rifinanziamento dei cosiddetti ammortizzatori sociali in deroga.

¹⁴ La previsione della spesa per istruzione ingloba gli effetti di contenimento della spesa derivante dal processo di razionalizzazione del personale della scuola pubblica anche attraverso la riduzione del gap nel rapporto alunni/docenti rispetto agli altri paesi D.L. n. 112/2008 (convertito dalla L. n. 133/2008). Inoltre, la previsione tiene conto, fino al 2017, dell'applicazione della normativa vigente in materia di dinamiche retributive, ivi inclusi gli effetti di contenimento delle misure previste dal D.L. 78/2010 (convertito dalla L. n. 122/2010) e dal D.L. n. 98/2011 (convertito dalla L. n. 111/2011), nonché gli effetti della L. n. 240/2010, della L. n. 183/2011 (Legge di Stabilità 2012), del D.L. n. 95/2012 (convertito dalla L. n. 135/2012) e della L. n. 228/2012 (Legge di Stabilità 2013).

La proiezione della spesa sanitaria viene effettuata sulla base della metodologia del *reference scenario* che recepisce, oltre agli effetti derivanti dall'invecchiamento demografico, anche le conseguenze indotte da ulteriori fattori esplicativi¹⁵. Ne deriva che, dopo una fase iniziale di riduzione per effetto delle misure di contenimento della dinamica della spesa, la previsione del rapporto fra spesa sanitaria e PIL presenta un profilo crescente a partire dal 2020 e si attesta all'8,0 per cento circa nell'ultimo decennio del periodo di previsione.

Le componenti di spesa socio-assistenziale per assistenza agli anziani e disabili a lungo termine¹⁶, dopo una fase iniziale di sostanziale stabilità, presentano un profilo crescente in termini di PIL, che si protrae per l'intero periodo di previsione, attestandosi all'1,6 per cento nel 2060.

La previsione della spesa per ammortizzatori sociali in rapporto al PIL passa invece dallo 0,7 per cento del 2010 al circa 1,0 per cento del 2015, per poi scendere gradualmente ed attestarsi su un valore di poco superiore allo 0,6 per cento a partire dal 2030.

Infine, la previsione della spesa per istruzione in rapporto al PIL¹⁷ presenta una riduzione nei primi anni di previsione fino al 2017, per effetto delle misure di contenimento della spesa per il personale previste dalla normativa vigente, a cui segue un andamento gradualmente decrescente nel quindicennio successivo per effetto del calo degli studenti indotto dalle dinamiche demografiche. Il rapporto riprende a crescere leggermente nella parte finale del periodo di previsione attestandosi attorno al 3,4 per cento nel 2060.

¹⁵ Il *reference scenario* prevede che: i) gli incrementi di speranza di vita si traducano in anni vissuti in buona salute in misura pari al 50 per cento; ii) la dinamica del costo unitario sia allineata al PIL pro capite; iii) l'elasticità del costo unitario rispetto al PIL *pro-capite* sia superiore all'unità (si riduce linearmente nel periodo di previsione passando dall'1,1 iniziale ad 1,0 nel 2060). Per quanto riguarda la componente *long term care* (LTC) della spesa sanitaria, il *reference scenario* prevede l'applicazione parziale dell'aumento della speranza di vita come per la componente *acute* della spesa sanitaria; mentre la dinamica del costo unitario è agganciata al PIL per ore lavorate e l'elasticità del costo unitario al PIL per occupato è pari ad 1,0 per tutto il periodo di previsione.

¹⁶ La componente socio-assistenziale della spesa pubblica per LTC è composta per circa 4/5 dalle indennità di accompagnamento e per circa 1/5 dalle prestazioni socio-assistenziali erogate a livello locale. Riguardo a quest'ultima componente, la previsione del rapporto spesa/PIL è stata effettuata in accordo con le ipotesi del *reference scenario*. Relativamente alle indennità di accompagnamento, l'importo delle prestazioni è stato agganciato alla dinamica del PIL pro-capite a partire dal 2018, in linea con le indicazioni metodologiche concordate in ambito EPC-WGA. Le previsioni si differenziano, invece, da quelle elaborate in ambito EPC-WGA per il fatto di tener conto della struttura per età dell'incidenza dei percettori delle prestazioni la quale, se ignorata, comporterebbe una sottostima della dinamica della spesa.

¹⁷ La definizione di spesa per istruzione concordata in ambito EPC-WGA comprende i livelli di istruzione ISCED da 1 a 6, escludendo la scuola dell'infanzia (*pre-primary*), che corrisponde al livello ISCED 0, e la formazione permanente (Cfr. European Commission, Special Report n°1/2006). L'aggregato di spesa è costruito sui dati di fonte UNESCO/OECD/EUROSTAT (UOE) (Cfr. European Commission, *The 2012-Ageing Report: Underlying Assumptions and Projecting Methodologies*, 2011). La previsione recepisce l'aggiornamento dei dati UOE relativi all'anno finanziario 2010.

TAVOLA V.1: SPESA PUBBLICA PER PENSIONI, SANITÀ, ASSISTENZA AGLI ANZIANI, ISTRUZIONE E INDENNITÀ DI DISOCCUPAZIONE (2010-2060)

	2010	2015	2020	2025	2030	2035	2040	2045	2050	2055	2060
	in % PIL										
Spesa Totale	50,5	49,3	53,3	51,5	50,0	49,3	48,5	47,6	46,0	43,8	41,3
di cui: Spesa <i>age-related</i>	28,3	28,4	27,6	27,3	27,4	28,2	28,9	29,4	29,3	28,7	28,2
Spesa pensionistica	15,3	16,1	15,6	15,2	15,2	15,8	16,1	16,3	15,9	15,1	14,6
Spesa sanitaria	7,3	6,9	6,8	7,0	7,2	7,4	7,6	7,8	7,9	8,0	8,0
di cui: componente per <i>Long-Term Care</i>	0,9	0,9	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	1,1	1,2	1,2	1,2
Spesa per assistenza agli anziani	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,2	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6
Spesa per istruzione	4,0	3,6	3,4	3,4	3,3	3,3	3,3	3,4	3,4	3,4	3,4
Spesa per indennità di disoccupazione	0,7	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Spesa per interessi	4,6	5,8	4,6	3,2	1,7	0,2	-1,2	-2,5	-3,8	-5,3	-7,0
Entrate Totali	46,1	49,4	49,5	49,5	49,4	49,4	49,4	49,4	49,4	49,4	49,4
di cui: Redditi proprietari	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
IPOTESI											
	%										
Tasso di crescita della produttività del lavoro	2,8	0,7	0,9	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Tasso di crescita del PIL reale	1,7	1,5	1,8	2,1	1,4	1,2	1,2	1,3	1,4	1,5	1,4
Tasso di partecipazione maschile (20-64)	78,5	79,8	79,2	78,7	78,4	78,4	78,7	79,1	79,2	79,2	79,2
Tasso di partecipazione femminile (20-64)	54,6	57,7	59,0	58,9	59,1	59,4	59,8	60,0	60,2	60,2	60,2
Tasso di partecipazione totale (20-64)	66,5	68,7	69,1	68,8	68,9	69,0	69,4	69,8	69,9	70,0	70,0
Tasso di disoccupazione	8,4	11,6	9,3	7,3	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,8
Popolazione con 65 e oltre/totale popolazione	20,2	21,4	22,3	23,5	25,5	27,8	29,8	31,1	31,5	31,6	31,7
Indice di dipendenza degli anziani (65 e oltre/[20-64])	33,3	35,7	37,6	40,1	44,5	50,3	56,0	59,8	61,2	61,5	61,6

Note: La previsione delle varie componenti di spesa sconta gli effetti finanziari delle misure contenute negli interventi di riforma adottati nel corso del 2011 e 2012 come riportati nel testo. Per il periodo 2013-2017, essa ingloba i valori di previsione della spesa sanitaria sottostanti la previsione del quadro di finanza pubblica.

Fonte: Elaborazioni MEF tramite il Modello di Previsione di Lungo Periodo della Ragioneria Generale dello Stato su dati Eurostat.

La riforma del sistema pensionistico

Le nuove regole introdotte dalla riforma adottata con la legge n. 214/2011 hanno modificato in modo significativo il sistema pensionistico migliorandone la sostenibilità nel medio-lungo periodo e garantendo una maggiore equità tra le generazioni.

La riforma ha previsto, a partire dal 2012, l'estensione del regime contributivo a tutti i lavoratori, compresi quindi i lavoratori che, sulla base della precedente legislazione, avrebbero percepito una pensione calcolata secondo il regime retributivo (ossia coloro che al 31/12/1995 avevano più di 18 anni di contributi). In linea con gli assetti normativo-istituzionali presenti nella maggior parte dei Paesi europei, la riforma conferma due canali di accesso al pensionamento: a) il pensionamento di vecchiaia a cui, di norma, si accede con almeno 20 anni di contributi versati e un requisito di età predefinito dalla legge; b) il pensionamento anticipato consentito a età inferiori rispetto a quelle per il pensionamento di vecchiaia ma con un periodo di contribuzione più elevato¹⁸.

A partire dal 2013, tutti i requisiti di età (inclusi quelli per l'accesso all'assegno sociale) e quello contributivo per l'accesso al pensionamento anticipato indipendentemente dall'età anagrafica sono indicizzati alle variazioni della speranza di vita misurata dall'ISTAT con riferimento ai tre anni precedenti. L'adeguamento dei requisiti di accesso al pensionamento alle variazioni della speranza di vita avviene ogni tre anni e, a partire dall'adeguamento successivo al 2019, ogni due anni, in base ad una procedura interamente di natura amministrativa¹⁹. Inoltre, a partire dal 2013 il calcolo dei coefficienti di trasformazione²⁰ al momento del pensionamento è stato esteso fino all'età di 70 anni. Sono state altresì previste delle misure di salvaguardia, finalizzate a garantire una maggiore gradualità di applicazione della riforma, ovvero a tener conto di specificità in relazione alla prossimità al pensionamento e a situazioni di difficoltà connesse alla permanenza nel mercato del lavoro, fattispecie tutte specificatamente individuate sul piano normativo²¹.

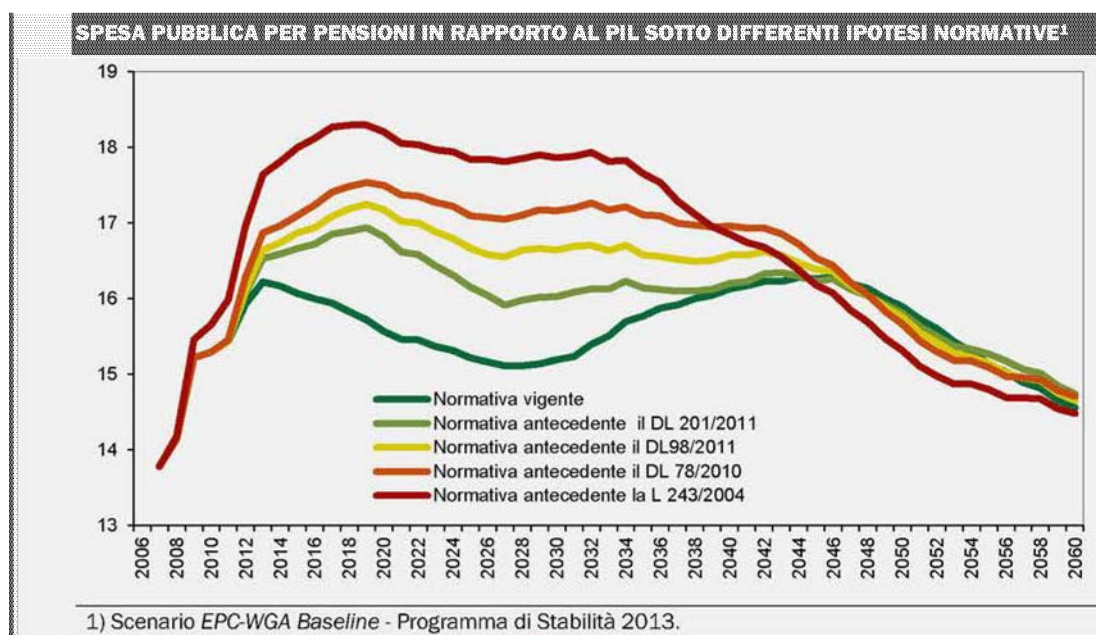
Grazie al complessivo processo di riforma attuato a partire dal 2004, l'età media al pensionamento (tenendo in considerazione sia l'età del pensionamento di vecchiaia che i requisiti per il pensionamento anticipato) aumenta da 60-61 durante il periodo 2006-2010 a circa 64 anni nel 2020, a 67 nel 2040 e poi a circa 68 nel 2050. Cumulativamente, i risparmi derivanti dal complessivo processo di riforma avviato nel 2004 ammontano a circa 60 punti percentuali del PIL fino al 2050. Tali risparmi sono dovuti, per circa 1/3, alla riforma introdotta con la legge n. 214/2011 e, per circa 2/3, a precedenti interventi.

¹⁸ Per il dettaglio sui requisiti minimi di età e di contribuzione per l'accesso al pensionamento di vecchiaia, al pensionamento anticipato e all'assegno sociale si rinvia al riquadro sulla riforma del sistema pensionistico presente nell'Aggiornamento del Programma di Stabilità del 2012.

¹⁹ L'adeguamento dei requisiti avente decorrenza 2013, in ottemperanza al dettato normativo (articolo 12, comma 12-bis, del decreto legge 31 maggio 2010, n. 78, convertito con modificazioni con legge 30 luglio 2010 n. 122) è pari a 3 mesi. Ovviamente, i successivi adeguamenti effettivamente disposti saranno quelli stimati a consuntivo dall'Istat secondo il procedimento previsto dalla normativa vigente. È utile rimarcare come, la normativa vigente preveda una clausola di garanzia in base alla quale il requisito anagrafico minimo di vecchiaia non potrà comunque essere inferiore ai 67 anni per coloro che maturano il diritto alla prima decorrenza utile del pensionamento a partire dal 2021. In ogni caso, sulla base delle più aggiornate previsioni demografiche ISTAT, il predetto obiettivo potrebbe essere assicurato anche dal 2019.

²⁰ Anche il coefficiente di trasformazione viene adeguato con lo stesso calendario dell'adeguamento dei requisiti di accesso al pensionamento. L'adeguamento avente decorrenza dal 1° gennaio 2013 è stato adottato con decreto direttoriale del 15/05/2012, pubblicato in GU il 24 maggio 2012.

²¹ La platea dei soggetti salvaguardati è pari a circa 130.000 soggetti. Tale salvaguardia afferisce a soggetti che maturano i requisiti successivamente al 31/12/2011 (coloro che hanno maturato i requisiti entro la predetta data sono espressamente esentati dall'applicazione dei nuovi requisiti di accesso al pensionamento) per i quali si manifesta una difficoltà alla permanenza nel mercato del lavoro e rientranti in categorie espressamente definite dal legislatore. I predetti soggetti accedono al pensionamento nei prossimi anni a partire dal 2013.



V.2 LA SOSTENIBILITÀ DEL DEBITO

Sulla base delle ipotesi relative all'evoluzione di lungo periodo del quadro demografico e macroeconomico e delle proiezioni per le spese legate all'invecchiamento descritte nella sezione precedente (tavola V.1), la sostenibilità delle finanze pubbliche nello scenario di base viene analizzata sia attraverso la proiezione del rapporto debito/PIL lungo l'arco temporale che va dal 2018 fino al 2060, sia tramite il calcolo di alcuni indicatori sintetici di sostenibilità coerenti con la metodologia utilizzata dalla Commissione europea²².

La proiezione del rapporto debito/PIL

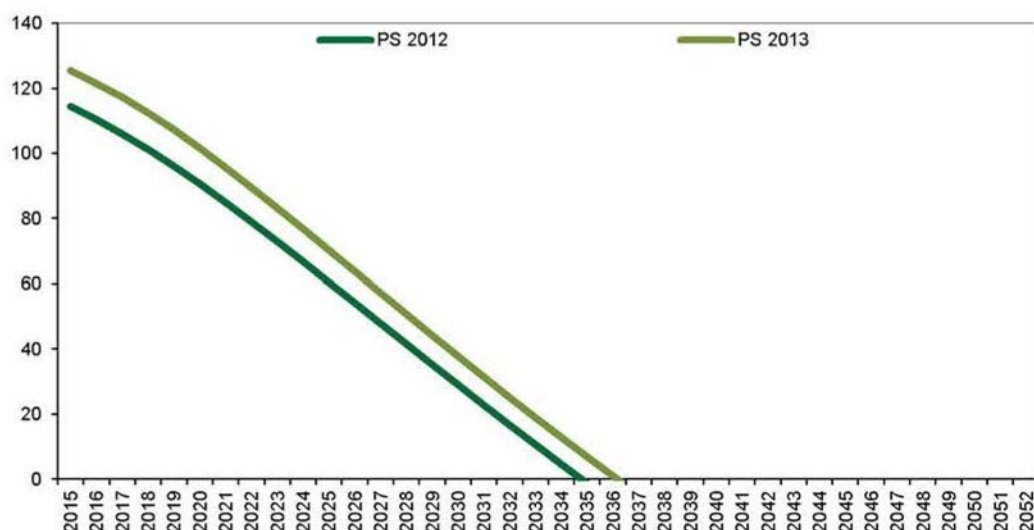
L'esercizio di proiezione del debito considera come base di partenza il livello di debito pubblico/PIL e l'avanzo primario strutturale al netto delle misure *una tantum* indicati programmaticamente al 2017. A partire dal 2018, l'avanzo primario si modifica a seconda dell'andamento dell'*output gap*, che viene ipotizzato chiudersi linearmente nel periodo 2018-2020, delle spese *age-related* e dei redditi proprietari²³. Si assume, inoltre, che per il periodo 2018-2060, il tasso di interesse reale si mantenga costante e pari al 3,0 per cento annuo lungo tutto l'orizzonte di proiezione, mentre il deflatore del PIL converge al 2,0 per cento nel triennio successivo al 2017. Ne consegue che il tasso di interesse nominale converge al 5,0 per cento nel 2020.

²² Commissione europea, 2012, *Fiscal Sustainability Report 2012, European Economy No.8*.

²³ I redditi proprietari corrispondono a redditi da capitale - titoli obbligazionari ed azionari - e rendite da proprietà di risorse naturali. Il loro andamento di lungo periodo negli anni 2018-2060 viene proiettato sulla base della metodologia concordata in sede EPC-AWG.

Il confronto tra la dinamica del rapporto debito/PIL nello scenario *baseline* di questo documento e quella presentata nel precedente Programma di Stabilità evidenzia un più elevato livello di partenza del rapporto debito/PIL dovuto alla più bassa crescita del PIL ma, soprattutto, alle quote di partecipazione all'EFSF e all'ESM nonché al pagamento dei debiti della P.A. Tuttavia, grazie ad un avanzo primario strutturale al 2017 in linea con il dato di partenza dello scorso anno (6,1 per cento del PIL), il rapporto debito/PIL scende sotto la soglia del 60 per cento del PIL nel 2027, con un paio di anni di ritardo rispetto alla proiezione presentata nel Programma di Stabilità del 2012 (Figura V.1)

FIGURA V.1: LA DINAMICA DEL DEBITO – CONFRONTO CON IL PRECEDENTE PROGRAMMA DI STABILITÀ (in percentuale del PIL)



Fonte: Elaborazioni MEF tramite il Modello di Previsione di Lungo Periodo della Ragioneria Generale dello Stato

Gli indicatori di sostenibilità

Sulla base della metodologia della Commissione europea, come misura sintetica del grado di sostenibilità di medio e lungo periodo delle finanze pubbliche, vengono calcolati i cosiddetti *sustainability gap* (S1 e S2) e il *required primary balance* (RPB)²⁴. Tuttavia, rispetto al precedente Programma di Stabilità, è stata introdotta una nuova metodologia di calcolo per l'indicatore S1 che si differenzia dalla precedente per due aspetti: il *target* del debito al 60 per cento è anticipato al 2030 ed è prevista la possibilità di assumere uno sforzo fiscale graduale fino al 2020 per poi mantenerlo costante nei successivi 10 anni. Pertanto, il nuovo S1 misura l'aggiustamento permanente del saldo primario strutturale, in percentuale del PIL, necessario a raggiungere un livello di debito pari al 60 per cento del PIL nel 2030, ipotizzando un miglioramento lineare dal 2018 al 2020, e poi il suo mantenimento per un decennio. L'indicatore S2, invece, continua a

²⁴ Per una descrizione analitica degli indicatori si fa riferimento al capitolo 8 del *Fiscal Sustainability Report 2012, European Economy No. 8/2012*.

misurare l'aggiustamento permanente del saldo primario strutturale necessario, affinché la dinamica del debito pubblico rispetti il vincolo di bilancio intertemporale su un orizzonte infinito. Infine, il *required primary balance* (RPB) misura l'avanzo primario strutturale medio nei primi 5 anni del periodo di proiezione (ovvero dal 2018 al 2022) coerente con l'aggiustamento suggerito dal valore dell'indicatore S2. Tutti gli indicatori sono basati su previsioni di crescita e di saldi di bilancio, estrapolati incorporando le proiezioni a medio-lungo termine sull'andamento delle spese connesse all'invecchiamento. Più alti e positivi i valori degli indicatori di sostenibilità S1 e S2, maggiore è l'aggiustamento fiscale necessario e quindi il rischio di sostenibilità.

Gli indicatori S1 e S2, a loro volta, possono essere scomposti in sotto-componenti che forniscono utili informazioni circa l'origine e la tempistica degli aggiustamenti fiscali necessari a garantire la sostenibilità del debito nel lungo periodo (Tavola V.2).

La prima componente, l'*initial budgetary position* è comune ad entrambi gli indicatori, e misura la distanza tra l'avanzo primario strutturale al 2017 (pari a 6,1 per cento del PIL) e quello in grado di mantenere costante il rapporto debito/PIL al livello iniziale (117,3 per cento del PIL) *ceteris paribus*. Questa componente, per quanto riguarda S1, include il cosiddetto costo del ritardo nell'aggiustamento in quanto si ipotizza che lo sforzo necessario non avvenga per intero immediatamente, ma venga raggiunto in modo lineare tra il 2018 e il 2020 per poi mantenersi costante nel decennio seguente. Una seconda componente, specifica di S1, è il *debt requirement* nel 2030, che evidenzia l'aggiustamento necessario per portare il debito dal livello iniziale fino al 60 per cento del PIL nel 2030. Infine, una terza componente, comune ad entrambi gli indicatori, misura l'ulteriore aggiustamento per far fronte all'aumento delle spese legate all'invecchiamento della popolazione. Nel caso di S1, l'aggiustamento è anticipato al 2030.

I risultati mostrano, per entrambi gli indicatori S1 e S2, un valore negativo. Ne risulta che il consolidamento fiscale programmato si dimostra sufficiente ad assicurare la sostenibilità delle finanze pubbliche nel lungo periodo. Questa conclusione appare confermata dal *required primary balance* che, con un valore di 2,3 per cento risulta inferiore all'avanzo primario previsto per il 2017.

Nonostante il peggioramento delle condizioni iniziali imputabile al più elevato livello di debito previsto dal 2013 al 2017, il significativo aumento del saldo primario strutturale previsto nell'orizzonte temporale del presente Programma di Stabilità permette di controbilanciare lo sforzo fiscale necessario a garantire la convergenza al 2030 verso il livello di debito del 60 per cento del PIL, anticipandolo al 2030, e l'emergere dei costi fiscali legati all'invecchiamento della popolazione. Infatti, per entrambi gli indicatori S1 e S2, il valore dell'*initial budgetary position* si mantiene negativo (rispettivamente pari a -4,9 e -4,8 per cento), segnalando la capacità delle finanze pubbliche italiane, date le condizioni di bilancio previste per il 2017, di fare fronte al cumulo della spesa per interessi/PIL (*snow ball effect*) attesa nel medio e lungo periodo.

Per contro, in ragione del maggior sforzo dovuto all'anticipazione al 2030 del conseguimento del target al 60 per cento del PIL, le componenti di S1 relative al *debt requirement* e al *cost of ageing* sono più alte rispetto ai valori del precedente Programma di Stabilità.

TAVOLA V.2: INDICATORI DI SOSTENIBILITÀ DI LUNGO PERIODO

	Indicatori di sostenibilità		
	S ₁	S ₂	RPB
Valore	-1,7	-4,5	2,3
di cui:			
Initial budgetary position	-4,9	-4,8	-
Debt requirement in 2030	4,1	-	-
Long-term changes in the primary balance	0,9	0,3	-

Fonte: Elaborazioni MEF.

V.3 L'ANALISI DI SENSITIVITÀ DELLA DINAMICA DEL DEBITO NEL LUNGO PERIODO

L'analisi di sensitività qui presentata ha, da un lato, lo scopo di testare la robustezza dei risultati a fronte dell'incertezza che li caratterizza e, dall'altro, di verificare sotto quali ipotesi di riforma e in base a quali condizioni di bilancio, la sostenibilità del debito possa essere garantita o, viceversa, messa a repentaglio.

Di seguito, pertanto, si discutono diversi scenari alternativi che ricalcano perfettamente le ipotesi sottostanti gli esercizi di sensitività presentati nel 2012 *Sustainability Report* della Commissione europea. Tali ipotesi sono configurate come modifiche permanenti alle assunzioni dello scenario di base (*baseline*) riguardanti alcune variabili demografiche, macroeconomiche e fiscali (quali, ad esempio, la variazione dell'avanzo primario iniziale). Inoltre, si presentano i risultati relativi ad uno scenario di rischio in cui l'impatto dei fattori non demografici imprime un'ulteriore pressione sulla dinamica attesa della spesa per sanità e per l'assistenza agli anziani e ai disabili a lungo termine (LTC).

L'analisi di sensitività rispetto alle variabili demografiche

L'invecchiamento della popolazione rappresenta uno degli aspetti più critici che l'Italia si troverà ad affrontare nel corso dei prossimi decenni. A questo riguardo, assume particolare importanza valutare adeguatamente, attraverso alcuni esercizi di simulazione, il peso dei flussi migratori attesi nei prossimi decenni misurando il loro impatto sulle finanze pubbliche italiane, nonché quantificare le conseguenze di lungo periodo di un ulteriore aumento delle aspettative di vita alla nascita.

Per quanto riguarda la simulazione dell'impatto dell'immigrazione, in linea con le ipotesi concordate in seno ad EPC-WGA e sulla base di uno scenario demografico elaborato *ad hoc* da Eurostat, l'esercizio ipotizza per il periodo 2018-2060 una diminuzione del flusso netto medio annuo di immigrati del 10 per cento rispetto all'ipotesi base.

Per quanto riguarda la simulazione dell'impatto dell'aumento della speranza di vita di un anno, si assume che le probabilità di morte delle persone di entrambi i sessi si riducano in modo tale da determinare, al 2060, l'aumento della speranza di vita alla nascita di 1 anno rispetto all'ipotesi dello scenario di base.

L'evoluzione del debito pubblico nei due scenari alternativi è confrontata con la *baseline* nella figura V.2. Dati i valori del debito pubblico e del saldo primario