

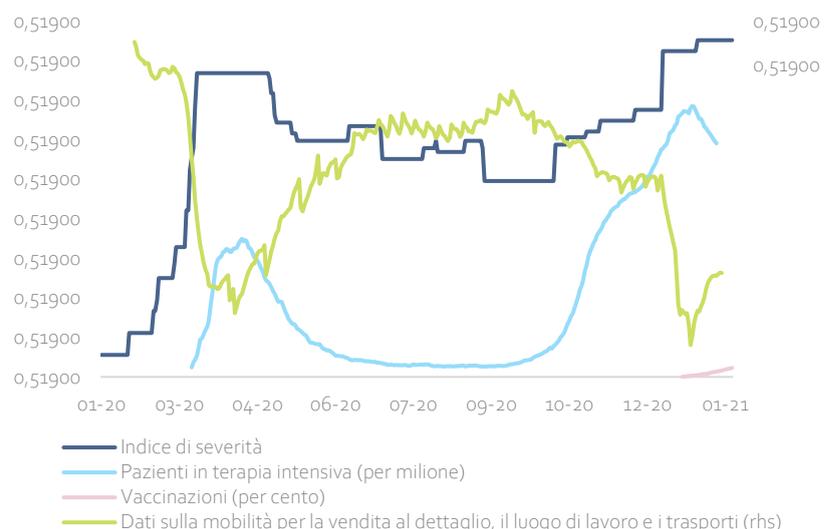
# IL RITARDO DELLE VACCINAZIONI COSTERÀ ALL'EUROPA 90 MILIARDI DI EURO NEL 2021

2 febbraio 2021

**LUDOVIC SUBRAN**Capo Economista  
[ludovic.subran@allianz.com](mailto:ludovic.subran@allianz.com)**ANA BOATA**Capo della ricerca macroeconomica  
[ana.boata@eurhermes.com](mailto:ana.boata@eurhermes.com)**PATRICK KRIZAN**Economista senior  
[patric.krizan@allianz.com](mailto:patric.krizan@allianz.com)**KATHARINA UTERMÖHL, CFA**Economista senior Europa  
[katharina.uterhoehl@allianz.com](mailto:katharina.uterhoehl@allianz.com)

Dopo aver concluso positivamente il 2020 con la luce dei vaccini in fondo al tunnel, l'Europa si trova ora di fronte al momento della verità: un ritardo di cinque settimane sul fronte delle vaccinazioni che, se non corretto, potrebbe costare nel 2021 quasi 90 miliardi di euro. Ci sono voluti alcuni mesi – nel frattempo, grazie BCE per aver tenuto insieme la baracca – ma alla fine nel 2020 l'Europa si è ricongiunta e, soprattutto, ha dato una risposta pubblica comune allo shock della Covid-19 tramite il Recovery Fund dell'UE da 750 miliardi di euro. Ma le implicazioni negative dovute al ritardo nel lancio del piano vaccinale superano di gran lunga gli immediati costi economici a breve termine di una recessione a doppia V all'inizio del 2021. Dopo tutto, nell'economia dei vaccini c'è solo il bianco o il nero: i Paesi che toccheranno per primi il traguardo saranno premiati con forti moltiplicatori positivi, che alimenteranno in maniera formidabile i consumi e gli investimenti nella seconda metà del 2021, mentre i ritardatari resteranno bloccati in modalità crisi, trovandosi ad affrontare costi economici e politici sostanziali (Figura 1).

Figura 1 – L'economia dei vaccini (esempio Germania)



Fonti: Google Mobility, Refinitiv, Our World in Data, Allianz Research

A causa di difficoltà di approvvigionamento (colli di bottiglia sia nella produzione che nella distribuzione) e di una lenta partenza, l'UE è sempre

più indietro nella corsa all'immunità. Attualmente, i tassi medi giornalieri di vaccinazione, aggiustati per il numero di abitanti dei principali Paesi dell'UE, raggiungono solo lo 0,12%. Questo dato è inferiore di quattro volte a quello del Regno Unito e degli Stati Uniti, dove rispettivamente il 14,4% e il 9,4% della popolazione ha già ricevuto almeno una dose di vaccino, rispetto ad un massimo del 5% nei principali Paesi dell'UE (ad esempio, in Danimarca).

La Commissione europea ha recentemente indicato l'obiettivo di vaccinare il 70% della popolazione adulta entro l'estate del 2021. Tuttavia per raggiungerlo sarebbe necessario un ritmo di somministrazione pari a circa sei volte quello che si osserva attualmente (Figura 2). Al contrario, i nostri calcoli mostrano che i Paesi dell'UE sono già in ritardo di cinque settimane e poiché ogni settimana di prolungamento delle restrizioni sanitarie riduce di -0,4 punti percentuali la crescita trimestrale del PIL nominale dell'UE, l'attuale ritardo equivale a -2,0 punti percentuali o circa 90 miliardi di euro (vedi Figura 3). Questo valore supera di quattro volte quello degli accordi che la Commissione europea ha firmato con i produttori di vaccini per i 2,5 miliardi di dosi finora consegnati.

Figura 2 – La corsa all'immunità dalla Covid-19 dei principali Paesi UE



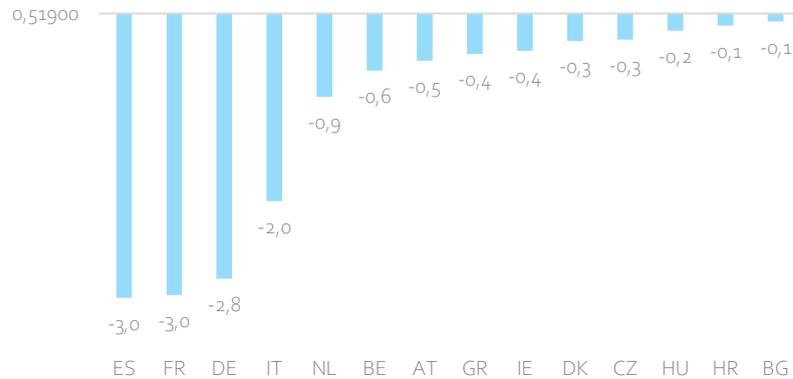
Fonti: Rapporti nazionali tramite Our World in Data, Allianz Research

**Al ritmo attuale di vaccinazione, l'immunità di gregge sarebbe raggiunta solo alla fine del 2022.** Per permettere una ripresa economica sostenibile almeno nella seconda metà del 2021, i Paesi dell'UE devono intraprendere urgentemente un programma di vaccinazione mirato sulle persone a rischio (20%-30% del totale a seconda della composizione demografica) entro la metà del 2021, così da allentare le restrizioni senza pesare sul sistema sanitario. Invece al ritmo attuale di vaccinazione, l'immunizzazione della popolazione vulnerabile richiederebbe almeno il doppio delle somministrazioni giornaliere di vaccini.

Anche tenendo conto di questo percorso ottimale meno ambizioso, il ritardo delle vaccinazioni ammonta a tre settimane, con un costo di 63 miliardi di euro. Va notato che tali costi continueranno ad aumentare finché il tasso di vaccinazione sarà inferiore al percorso ottimale. Ma al contrario, ciò significa anche che il ritardo può essere ridotto rapidamente se il tasso di vaccinazione sale significativamente rispetto a quello del percorso ottimale. Tale situazione sarebbe concepibile se alla fine del 1° trimestre 2021 sparissero i colli di bottiglia presenti nella produzione, per esempio grazie all'approvazione di un nuovo vaccino (con una sola inoculazione) o allo

sviluppo di nuovi siti produttivi. Se in questo modo si raggiungesse un tasso di circa l'1% della popolazione (corrispondente all'incirca all'obiettivo del governo tedesco di 5 milioni di vaccinati a settimana), il ritardo verrebbe effettivamente recuperato all'inizio del 3° trimestre 2021.

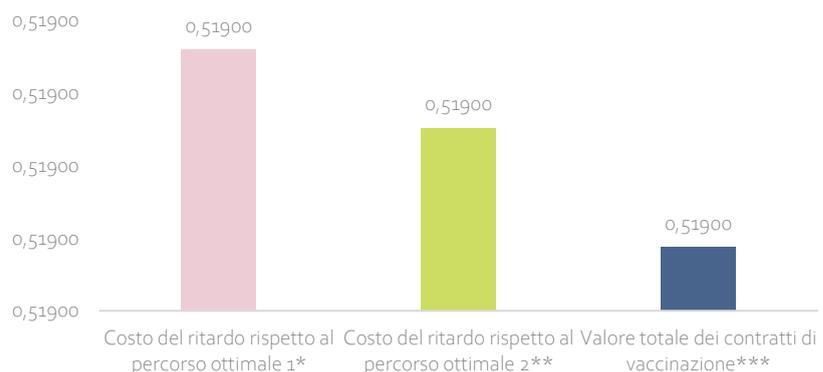
Figura 3 - Costo settimanale dei lockdown mirati (miliardi di euro)



Fonti: Eurostat, Allianz Research

**Il vaccino è il moltiplicatore finale degli investimenti e dei consumi privati. Il costo economico del ritardo è in rapporto di quattro a uno con il costo dei vaccini.** Portare avanti la campagna di vaccinazione è fondamentale, perché permetterebbe di tornare ai livelli pre-crisi entro la metà del 2022. L'economia dei vaccini si basa sulla rinnovata fiducia: far ripartire l'economia dei servizi, liberare i risparmi forzati accantonati a titolo precauzionale e recuperare gli investimenti delle imprese. Calcoliamo che il costo economico del ritardo nel lancio delle vaccinazioni superi ormai di quattro volte il costo dell'acquisto dei vaccini. In altre parole, un euro speso per accelerare la vaccinazione (cioè infrastrutture, aumento di produzione dei vaccini) potrebbe far risparmiare ai Paesi dell'UE quattro volte il costo della perdita di produzione.

Figura 4 - Costo del ritardo rispetto al costo dei vaccini nell'UE (al 31 gennaio 2021, miliardi di euro)



\*Obiettivo: 70% di persone vaccinate in H2 2021

\*\*Obiettivo: vaccinazione persone vulnerabili in H2 2021

\*\*\*in base al prezzo per dose comunicato e alle dosi acquistate, prezzo medio in assenza di prezzo comunicato

Fonti: Eurostat, Our World in Data, Duke University, Allianz Research

**I costi accumulati fino ad oggi a causa del ritardo delle vaccinazioni**

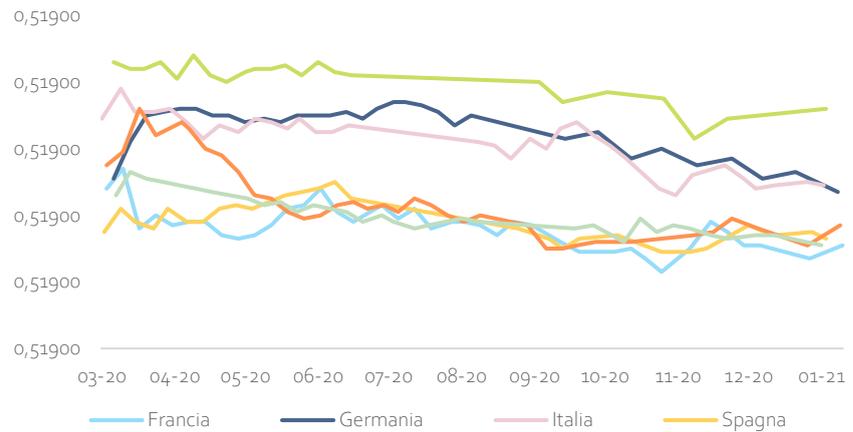
**superano già il totale degli aiuti attesi tramite il Recovery Fund dell'Unione Europea nel 2021.** La ricaduta economica di un ritardo nel ritorno alla normalità richiederà un secondo atto del "Whatever it takes". I politici continueranno a giocare il ruolo di protagonisti nel 2021-22. Aspettiamoci un sostegno ancora aggressivo della politica di bilancio (che i governi speravano di ridurre nel 2021 nella maggior parte dei Paesi europei), mentre saranno estese e rafforzate le reti di sicurezza pubbliche per sostenere i redditi delle famiglie e nascondere le cicatrici a lungo termine dell'economia.

Nel frattempo la BCE continuerà sicuramente a sostenere la risposta pubblica dei governi dell'UE. Il PEPP (Pandemic Emergency Purchase Program) ha ancora una capacità inutilizzata di circa 1.000 miliardi di euro, ma nel 2021 potrebbe essere necessaria un'altra iniezione di circa 500 miliardi di euro per assicurarsi dei costi di finanziamento ancora favorevoli. Di conseguenza, il ritardo delle vaccinazioni accentuerà ulteriormente gli effetti della Covid-19 sull'economia rafforzando il predominio pubblico, consolidando ulteriormente il ruolo dello stato negli affari economici e incrementando di nuovo gli oneri del debito e i bilanci delle banche centrali. A causa del ritardo delle vaccinazioni, il previsto stop della ripresa economica potrà addirittura eclissare il "momento hamiltoniano" dell'Europa: il costo del ritardo ad oggi supera già i 50 miliardi di euro di aiuti attesi dal Recovery Fund nel 2021.

**La ricaduta economica potrebbe alimentare le forze politiche centrifughe.** A causa del lento andamento delle vaccinazioni previsto per la metà del 2021, l'UE dovrà mantenere in vigore le restrizioni per evitare una terza ondata e a sua volta una recessione a tripla V. È probabile che il malcontento politico salga alle stelle una volta che Paesi come Israele, la Gran Bretagna appena uscita dalla UE e/o gli Stati Uniti entreranno in una fase di crescita spinta dai consumi nella seconda metà del 2021. Se l'UE dovesse ritardare il ritorno alla normalità, la fiducia nel progetto europeo potrebbe subire un duro colpo. In particolare, quello che preoccupa è il rischio di un forte aumento dell'incertezza e della polarizzazione politica sia a livello nazionale che europeo:

- i. Maggiore incertezza politica intorno alle principali elezioni. Fino ad ora i governi in carica in molti Paesi europei hanno visto aumentare la propria popolarità, grazie al gradimento della propria gestione della crisi da Covid-19. Tuttavia, se l'Europa sarà in ritardo nel ritorno alla normalità economica rispetto ad altre economie, la fiducia nei governi nazionali calerà notevolmente. Il risultato sarà una maggiore incertezza politica a livello nazionale ed europeo, dato che alcuni "pesi massimi" dell'economia dovranno affrontare elezioni importanti nei prossimi 18 mesi, come la Germania a settembre 2021 e la Francia ad aprile 2022.
- ii. Il "National first" è tornato di moda mentre i governi si affannano a ricostruire la fiducia in patria. È noto come in passato la risposta dell'UE alle crisi non sia stata tempestiva e di grande portata, con esempi eclatanti quali la grande crisi finanziaria e la crisi del debito sovrano. Se delegare all'UE la responsabilità degli ordini per i vaccini fosse visto come un grave errore, la fiducia nell'Unione Europea subirebbe un duro colpo. È probabile che i governi nazionali europei si dissocino dalla risposta pasticciata dell'UE alla crisi, rivolgendosi sempre più verso il proprio interno per risolvere i problemi da soli, nel tentativo di ravvivare il sostegno popolare a casa. Dalla scarsa volontà di coordinare la politica economica e/o sanitaria, agli accordi bilaterali sull'acquisto dei vaccini, preoccupa la rinnovata attenzione alle questioni nazionali in un momento in cui l'Europa è tutt'altro che fuori pericolo.

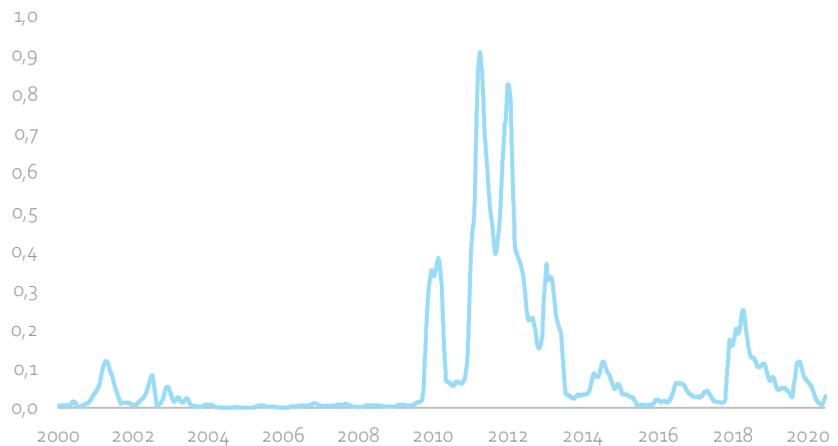
Figura 5 - Gradimento della gestione statale della crisi da Covid-19 (%)



Fonti: YouGov, Allianz Research

Il costo politico di una partenza al rallentatore delle vaccinazioni potrebbe far squadra con la crisi del debito sovrano e comportare un lavoro extra per la BCE per quanto riguarda la "chiusura degli spread". Dopo tutto, le forze centrifughe sarebbero all'opera sia a livello nazionale che comunitario e riguarderebbero potenzialmente tutti i Paesi, non solo un sottogruppo. In generale, la BCE ha sempre avuto più problemi e dovuto concedere più fondi quando gli spread sono cresciuti a causa di tensioni politiche e rischi di disgregazione. Questo non è ancora il caso, ma il ritardo delle vaccinazioni potrebbe potenzialmente alimentare le turbolenze (Figura 6).

Figura 6 - BCE e "momento hamiltoniano": i mercati dei capitali valutano ancora molto basso il rischio di disgregazione dell'euro\*.



\*Rischio di disgregazione dell'euro misurato dalla volatilità trasversale dei premi per il rischio di ridenominazione a 2 e 10 anni nei rendimenti dei titoli di stato normalizzati (campione di paesi DE, FR, AT, NL, BE, IT, ES, PT, GR, IE, FI). Per informazioni sulla metodologia vedere:

[https://www.allianz.com/en/economic\\_research/publications/specials\\_fmo/20022020\\_EurozoneBreakup.html](https://www.allianz.com/en/economic_research/publications/specials_fmo/20022020_EurozoneBreakup.html)

Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla seguente nota cautelativa.

**NOTA CAUTELATIVA:**

Alcune asserzioni qui contenute possono essere di natura previsionale e fondate su ipotesi e opinioni correnti del management. Implicano rischi e incertezze più o meno noti, che potrebbero far sì che i risultati, rendimenti o eventi citati, esplicitamente o implicitamente, differiscano in maniera sostanziale da quelli effettivi. Un'affermazione può essere di natura previsionale o questa può risultare dal contesto dell'affermazione stessa. Inoltre, le affermazioni di natura previsionale sono caratterizzate dall'uso delle parole "può, dovrà, dovrebbe, si aspetta, ha in programma di, intende, anticipa, stima, ritiene, prevede, potenziale" o "continua" o di espressioni analoghe. I risultati, rendimenti o eventi previsionali possono differire in maniera sostanziale da quelli effettivi a causa, segnatamente (i) delle condizioni economiche generali – in particolare le condizioni economiche relative alle attività e ai mercati principali del gruppo Euler Hermes, (ii) del rendimento dei mercati finanziari, compresi quelli emergenti, della loro volatilità, liquidità e delle crisi del credito, (iii) della frequenza e gravità delle perdite assicurate, (iv) dei livelli di persistenza, (v) dell'entità dei casi di insolvenza, (vi) dell'evoluzione dei tassi d'interesse, ((vii) dei tassi di cambio, segnatamente tra Euro e Dollaro USA, (viii) della concorrenza, (ix) dei cambiamenti legislativi e normativi, tra cui la convergenza monetaria o l'Unione Monetaria Europea, (x) dei cambiamenti delle politiche delle banche centrali e/o dei governi degli altri paesi, (xi) dell'impatto delle acquisizioni e della loro integrazione, (xii) delle misure di ristrutturazione e (xiii) dei fattori legati alla concorrenza in generale, sia su scala locale che regionale, nazionale e/o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili o più marcati per effetto di attività terroristiche.

**NESSUN OBBLIGO DI AGGIORNAMENTO**

L'azienda non si assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni o dichiarazioni previsionali contenute nel presente documento, fatta eccezione per qualsiasi informazione da divulgare ai sensi di legge.