

Allianz Research

# L'economia di guerra e le sue conseguenze

9 Dicembre 2022



Eric Barthalon  
Global Head of Capital  
Markets Research  
eric.barthalon@  
allianz.com

## EXECUTIVE SUMMARY

Le guerre disorganizzano e riorientano la produzione

Fanno rimescolare i flussi commerciali

Provocano inflazione

Sono per lo più pagate dalla monetizzazione del debito pubblico

Al costo di un'estrema riduzione della libertà, il controllo dei prezzi e il razionamento possono riuscire a sopprimere l'inflazione fino a quando non ritorna la pace.

Le conseguenze delle guerre sono piene di sfide, la deflazione è la prima di esse. Economicamente e finanziariamente, l'Ucraina rischia di ottenere una vittoria di Pirro.

In definitiva, il suo costo dovrà essere sostenuto dai paesi membri della NATO.

## La guerra rivisitata dopo la pace dei settantasette anni

Tra la fine della seconda guerra mondiale nel maggio 1945 e l'attacco della Russia all'Ucraina nel febbraio 2022, l'Europa ha goduto di un periodo di pace eccezionalmente lungo sul suo territorio: 77 anni. Le guerre di decolonizzazione dell'Indocina (1946-1954) e dell'Algeria (1954-1962) si svolsero lontano in quelle che erano ancora colonie francesi. Le guerre jugoslave (1991-2001) furono guerre etniche all'interno dei confini dell'ex Repubblica Socialista Federale di Jugoslavia. L'annessione fulminea della Crimea nel 2014 da parte della Russia, seguita dal conflitto a bassa intensità ma duraturo tra l'Ucraina e i separatisti sostenuti dalla Russia nell'Ucraina sud-orientale, avrebbe dovuto risvegliare l'opinione pubblica occidentale sul rischio di guerra più di quanto non abbia fatto. Tre generazioni sono nate e sono cresciute durante la pace dei settantasette anni, sentendo parlare di guerra dai loro genitori, nonni o bisnonni, e assistendo alla fine pacifica della Guerra Fredda nel 1989. Prima del febbraio 2022, l'esperienza della guerra, e più specificamente del suo impatto economico e finanziario, era in procinto di essere cancellata dalla memoria collettiva.

## L'economia di guerra dimenticata dopo la pace dei settantasette anni

Dimenticare o ignorare ciò che possiamo imparare dall'esperienza passata è sempre un rischio, non tanto perché, come avrebbe detto Mark Twain, "la storia non si ripete ma fa rima", ma piuttosto perché, secondo Santayana, "chi non può ricordare il passato è condannato a ripeterlo". Da qui il nostro argomento: cosa possiamo imparare dalla storia sulle condizioni economiche e finanziarie durante le guerre e le loro conseguenze? In base alla disponibilità e all'accuratezza dei dati, in che misura tali lezioni fanno luce sull'attuale guerra in Ucraina?¹

A causa della loro durata, ampiezza e profondità, alcune guerre - come le guerre napoleoniche (1803-1815), la prima guerra mondiale (1914-1918) e la seconda guerra mondiale (1939-1945) - sono state economicamente più impegnative di altre sia per i belligeranti che per i non belligeranti. Tali grandi conflitti amplificano l'impatto delle esigenze della guerra sul volume e la struttura della produzione, i prezzi e i salari, i flussi commerciali e le bilance commerciali, i tassi di cambio, le finanze pubbliche e la natura e la quantità di denaro. Forniscono materiale per stilizzare i rischi di coda associati alle guerre. Ci concentreremo quindi su tali grandi conflitti, e sulla prima guerra mondiale in particolare. Come la guerra in Ucraina oggi, la prima guerra mondiale scoppiò in un'era di intensa globalizzazione, la saggezza convenzionale voleva che l'interconnessione economica e finanziaria rendesse la guerra assurda e quindi improbabile.<sup>ii</sup> Inoltre, mentre il dibattito sulle cause della Grande Depressione è ancora irrisolto, nessuno storico economico affermerebbe che la prima guerra mondiale non abbia avuto alcun ruolo nella sua genesi. E il periodo tra le due guerre ha informato l'ordine economico e finanziario istituito dopo la seconda guerra mondiale.

### **Disorganizzare e riorientare la produzione**

Alcune persone credono che le guerre stimolino l'economia. Ma questo non è il caso dei paesi che hanno la guerra che si svolge sul proprio territorio. Tra il 1913 e il 1919, la produzione industriale diminuì del 43% in Francia, del 62% in Germania, ma solo dell'11,5% nel Regno Unito. Al contrario, è aumentata del 18,5% negli Stati Uniti. Una delle ragioni principali è la carenza di manodopera causata dalla leva: durante la prima guerra mondiale, su una popolazione francese totale di 39 milioni, 8 milioni di uomini (o il 63% dei lavoratori attivi) furono arruolati.<sup>iii</sup>

Alla fine di ottobre 2022, la banca centrale russa ha avvertito che la leva militare avrebbe esacerbato la carenza di manodopera.<sup>iv</sup> La distruzione della rete elettrica ucraina amplificherà la contrazione dell'attività economica lì. Per quello che valgono queste misurazioni, si stima che il PIL reale si sia ridotto di circa un terzo nel 1° e 2° trimestre 2022 in Ucraina, e solo del 2,3% in Russia (ma quasi l'8% annualizzato nel solo secondo trimestre).

L'impatto della guerra varia anche significativamente tra i settori, illustrando la riallocazione delle risorse alle esigenze belliche. Durante la prima guerra mondiale, la produzione di alcuni settori industriali francesi (gomma, cuoio) aumentò. Le vendite di Renault sono più che quadruplicate. Ma la produzione industriale è diminuita drasticamente nella maggior parte dei settori, a causa della natura della produzione e della distanza dai campi di battaglia. Prima della guerra, le parti settentrionali e orientali della Francia, quelle dove dovevano essere situati i campi di battaglia, producevano il 90% del lino e del minerale di ferro del paese, l'80% di acciaio, il 70% di zucchero, il 60% di tessuto di cotone, il 55% di carbone, il 43% di energia elettrica.<sup>v</sup>

Allo stesso modo, anche la produzione agricola è stata duramente colpita. Durante la prima guerra mondiale, il raccolto di grano diminuì del 47% in Germania e del 43% in Francia (dove il 45% degli uomini arruolati erano agricoltori).<sup>vi</sup> In tutta Europa, le superfici coltivate a grano diminuirono durante la guerra, in particolare nei paesi che erano esportatori di grano (Francia e Russia zarista, a cui appartenevano le fertili terre nere dell'Ucraina).<sup>vii</sup> Per la Russia zarista, la capacità di esportare grano fu ulteriormente ridotta dal blocco di ispirazione tedesca degli stretti turchi da parte della Turchia..

Il fragile accordo di esportazione di grano mediato dalle Nazioni Unite tra Ucraina e Russia attraverso il Mar Nero ricorda questo episodio e illustra la permanenza della geografia..

### **Rimodulazione dei flussi commerciali**

Le guerre rimodellano i flussi commerciali, creando vincitori e vinti. In effetti, è spesso un obiettivo bellico in sé bloccare i flussi commerciali in modo da indebolire l'avversario. Il blocco continentale di Napoleone del 1806 contro l'Inghilterra si rivelò troppo ambizioso per avere successo. Nel 1914, fiducioso nella superiorità della Royal Navy nel Mare del Nord, l'Ammiragliato britannico pensò di imporre un blocco alla Germania, ma la proposta fu contrastata con successo dal Foreign Office, che non voleva turbare i paesi neutrali (Norvegia, Svezia, Danimarca, Paesi Bassi).<sup>viii</sup>

Quindi non c'era nulla di nuovo nella Russia che spegneva o sabotava il principale gasdotto europeo – Nord Stream 1 – nel settembre 2022. Né c'è nulla di nuovo nel blocco europeo del greggio russo trasportato via mare dal continente ai paesi terzi, a meno che questi paesi non accettino un prezzo per il petrolio dettato dalle potenze occidentali.<sup>ix</sup> In una forma o nell'altra, la guerra economica e finanziaria è sempre stata parte delle armi dispiegate durante le guerre..

Durante la prima guerra mondiale, la diminuzione delle superfici coltivate a grano in Europa fu compensata da un forte aumento nel Nuovo Mondo (Argentina, Australia, Canada, Stati Uniti). Tra il 1913 e il 1919, il raccolto di grano degli Stati Uniti aumentò del 27%. Ora vediamo gli Stati Uniti, il Qatar, l'Algeria, per citarne solo alcuni, intervenire per fornire all'Europa il gas non più fornito dalla Russia..

In effetti, quando scoppiò la Prima Guerra Mondiale, gli Stati Uniti erano quello che oggi chiameremmo un grande mercato emergente. Erano un debitore netto internazionale, potenzialmente vulnerabile - come durante la crisi finanziaria del 1907 - a improvvisi arresti dei flussi di capitale. La sua bilancia commerciale era appena in attivo (circa 500 milioni di dollari all'anno, anno dopo anno). Quattro anni dopo, grazie al triplicarsi del valore in dollari delle sue esportazioni, gli Stati Uniti registravano un avanzo di circa 4 miliardi di dollari all'anno nella loro bilancia commerciale ed erano diventati creditori netti internazionali. Nel frattempo, e per contrasto, il deficit della bilancia commerciale francese passò da circa 1,5 miliardi di franchi-oro nel 1913-14 a 7 miliardi nel 1915, 14 miliardi nel 1916 e 21 miliardi nel 1917. Il deficit fu finanziato dalla vendita di oro e di beni esteri e dai crediti concessi da Stati Uniti e Gran Bretagna. Alla fine della guerra, la Francia, che prima era un grande creditore internazionale netto (45 miliardi di franchi nel 1913), era diventata un debitore internazionale netto (escluse le riparazioni di guerra) a causa delle vendite di oro e di beni esteri (3,5 miliardi di franchi), della svalutazione dei beni russi, austro-ungarici, tedeschi e turchi (23 miliardi di franchi) e del debito verso la Gran Bretagna e gli Stati Uniti (31,4 miliardi di franchi).<sup>x</sup>

Come la Francia durante la prima guerra mondiale, l'Ucraina ne sta pagando il prezzo: dal febbraio 2022, il deficit commerciale annuale dell'Ucraina è aumentato da 5,4 miliardi di dollari a 8,2 miliardi di dollari (o il 5,5% del suo PIL prebellico), mentre il suo debito estero lordo è già l'85% del PIL prebellico. A gennaio, la Russia ha registrato un surplus commerciale annuale di 200 miliardi di UDS (pari all'11,3% del PIL). Da allora, ha smesso di pubblicare la sua bilancia commerciale, ma gli alti prezzi del petrolio e del gas devono aver aumentato il suo surplus..

### **Prezzi in aumento**

L'inflazione è conosciuta dai profani come un attributo economico chiave della guerra, e in effetti gli storici probabilmente la descriverebbero come la più perenne. Fu presente durante la guerra del Peloponneso (431-404 aC) tra Atene e Sparta, la seconda guerra punica (218-202 aC) tra Roma e Cartagine, le guerre napoleoniche (1803-15), la guerra di secessione degli Stati Uniti (1861-65) e la guerra del 1870-71 tra Francia e Prussia. Alla fine del 1918, i prezzi all'ingrosso erano più o meno raddoppiati rispetto al livello del 1913 nel Regno Unito, in Germania, negli Stati Uniti, in Canada, in Giappone. In Francia, erano stati moltiplicati per quasi 3,5; in Italia, per 4. Anche la Svezia, paese neutrale, aveva triplicato l'aumento. Durante questo

periodo, il tasso medio di inflazione dei prezzi all'ingrosso era stato compreso tra il 15% e il 30% all'anno. Più vicino ai nostri tempi, misurata dall'indice dei prezzi al consumo degli Stati Uniti, l'inflazione ha accelerato anche durante la seconda guerra mondiale e la guerra del Vietnam..

Dal febbraio 2022, il tasso annuo di inflazione dell'IPC russo è aumentato dall'8,7% al 12,7% (con un picco al 17,9% ad aprile), mentre in Ucraina ha accelerato dal 10% al 26,6%. Nell'Eurozona, nello stesso periodo, l'inflazione è accelerata dal 5,1% al 10%.

Durante la prima guerra mondiale, come oggi, i mercati delle materie prime erano il canale chiave di propagazione dell'inflazione. Misurati in termini di USD, i prezzi delle materie prime agricole e industriali raddoppiarono tra l'agosto 1914 e il novembre 1918..

Nel contesto della carenza di manodopera e dell'aumento dei prezzi, anche la pressione per aumentare i salari è stata molto forte. Tra l'agosto 1914 e il novembre 1918, l'indice statunitense dei salari compositi aumentò di quasi il 60%, anche se molto meno dei prezzi.

### **Pagare la guerra con la monetizzazione del debito**

Teoricamente, ci sono diversi modi di pagare per i requisiti di guerra: tassazione, risparmio volontario, risparmio obbligatorio, prelievo sui vinti, risparmio forzato attraverso la creazione di moneta e l'inflazione.<sup>xi</sup>

A parte le sempre "popolari" tasse sui profitti di guerra "in eccesso" (adottate in almeno 22 Paesi nei primi anni della Prima Guerra Mondiale), la storia rivela un'avversione per la tassazione. Di conseguenza, le guerre comportano tipicamente deficit e debiti pubblici. In Francia, le entrate fiscali ordinarie coprono solo il 16% delle spese della Prima Guerra Mondiale. Mentre il bilancio pubblico registrava un piccolo surplus nel 1913, il deficit salì a 5,5 miliardi di franchi nel 1914, 16,8 miliardi nel 1915, 22,9 miliardi nel 1916, 28,4 miliardi nel 1917 e 34,3 miliardi nel 1918. Il debito pubblico aumentò di 135 miliardi di franchi. Nel Regno Unito, il debito nazionale è stato moltiplicato per 12; in Germania, il debito fluttuante per 184. Il bilancio federale statunitense rimase vicino all'equilibrio fino alla dichiarazione di guerra degli Stati Uniti all'Impero tedesco, il 6 aprile 1917. Alla fine della guerra, 20 mesi dopo, il deficit era di 12,5 miliardi di dollari. La Seconda Guerra Mondiale replicò lo stesso schema: nel 1939, il governo federale degli Stati Uniti aveva un deficit di 3,6 miliardi di dollari; alla fine del 1941, il deficit era salito a 10,2 miliardi di dollari. Alla fine della guerra, il deficit era di 52 miliardi di dollari. Durante la Prima Guerra Mondiale, il debito federale degli Stati Uniti è passato da 1 miliardo di dollari a 19 miliardi di dollari; durante la Seconda Guerra Mondiale, da 36 miliardi di dollari a quasi 200 miliardi di dollari.<sup>xii</sup>

Dal febbraio 2022, il deficit pubblico dell'Ucraina è stato moltiplicato per 4, dalla grivna ucraina da 153 miliardi a 606 miliardi (o l'11% del PIL prebellico), e il suo debito pubblico è aumentato del 31%. L'aumento della spesa pubblica è pienamente attribuibile all'aumento delle spese per la difesa, un terzo delle quali è coperto solo da maggiori entrate. Il bilancio della Russia è rimasto in attivo, sostenuto dagli alti prezzi del petrolio e del gas.

La storia rivela una preferenza per la stampa e l'inflazione, il grande raccoglitore di tasse come diceva Keynes. Di solito introdotto come misura di emergenza quando scoppia la guerra, la svalutazione della valuta e la monetizzazione del debito diventano la norma poiché le guerre tendono a durare più a lungo del previsto. Durante la guerra del Peloponneso, Atene trasformò le sue monete d'argento di alta qualità in monete di bronzo coperte da uno strato d'argento. Durante la seconda guerra punica, la moneta di bronzo romana, l'as (o assarius), perse l'83% del suo peso. Parzialmente sovrapposto alla Guerra dei Trent'anni (1618-48) che ebbe luogo nel Sacro Romano Impero, il Kipper-und Wipperzeit (1619-23) fu una corsa svilente al ribasso tra belligeranti. Dal 1789 al 1796, i rivoluzionari francesi stamparono assignats, un tipo di carta

moneta inizialmente, e poi presumibilmente sostenuta dalle terre della Chiesa confiscate durante la Rivoluzione.<sup>xiii</sup> Dal 1797 al 1821, la Banca d'Inghilterra sospese i pagamenti in oro; Tra il 1797 e il 1815, le sue banconote in circolazione furono moltiplicate per 2,44. Dal 1861 al 1878, il Tesoro degli Stati Uniti (il Federal Reserve System non esisteva ancora) emise biglietti verdi, una carta moneta sostenuta né da oro né da argento e stampata su un solo lato, l'altro era uniformemente verde.

Quando scoppiò la prima guerra mondiale, l'economia mondiale era nel Gold Standard. Le banconote e i depositi erano garantiti dall'oro e potevano essere liberamente scambiati con esso. Lo scoppio della guerra scatenò una crisi finanziaria poco conosciuta ma acuta sotto forma di corsa agli sportelli, poiché improvvisamente ci si aspettava che molti debitori del continente non sarebbero stati in grado di pagare.<sup>xiv</sup> Dopo aver cercato di arginare la corsa aumentando i tassi di riferimento, le banche centrali dei paesi belligeranti hanno rapidamente preso la decisione di sospendere la convertibilità interna delle banconote in oro. In Germania come in Francia, le leggi sono state rapidamente approvate consentendo alla banca centrale di scontare i buoni del tesoro a tre mesi.<sup>xv</sup> Molti paesi hanno adottato moratorie sul debito commerciale e sui depositi bancari. In Gran Bretagna, per salvaguardare la solvibilità delle case di sconto, la Banca d'Inghilterra ha preso la coraggiosa decisione di acquistare un terzo delle cambiali in circolazione sul mercato degli sconti, sottoscrivendo il relativo rischio di credito con il denaro dei contribuenti (il cosiddetto schema di "cold storage"). Per prevenire la monetizzazione delle attività finanziarie (azioni e obbligazioni), e quindi alleviare il rischio di deflussi di capitali che avrebbero esaurito le riserve auree, molti paesi hanno chiuso le loro borse per diversi mesi.<sup>xvi</sup>

L'evoluzione dell'offerta di moneta francese e delle sue controparti durante la prima guerra mondiale fornisce fatti stilizzati sulla creazione di moneta in tempi di guerre. Per quanto riguarda le passività, l'aggregato M2 è quasi quadruplicato, con le banconote che sono aumentate più rapidamente dei depositi bancari. Per quanto riguarda gli attivi, i crediti nei confronti del governo sono stati moltiplicati per quasi 16 e i crediti nei confronti di agenti privati "solo per tre".<sup>xvii</sup> Le riserve internazionali lorde (FX e oro) sono raddoppiate, ma anche l'indebitamento estero è cresciuto.

Dal gennaio 2022, la M1 ucraina è aumentata del 16,5% e la M3 del 13,6%; La M2 russa è aumentata del 13,5%.

Il fatto che l'economia mondiale fosse nel Gold Standard prima del 1914 significava che era anche in un regime di tassi di cambio fissi. La sospensione della convertibilità delle valute dei belligeranti in oro li mise in un regime di tassi di cambio fluttuanti e di deprezzamento nei confronti dell'oro, e anche del dollaro USA poiché la valuta statunitense rimase l'unica legata all'oro. Alla fine della guerra, la sterlina britannica e il franco francese si erano deprezzati di circa il 5%, ma il Reichsmark aveva già perso circa la metà del suo valore prebellico.

Dal febbraio 2022, la valuta ucraina ha perso un quinto del suo valore rispetto al dollaro; l'euro quasi un decimo. Al contrario, dopo un iniziale forte calo, il rublo russo è riuscito a stabilizzarsi a un livello superiore di circa il 20% rispetto a prima dello scoppio della guerra, probabilmente sostenuto dagli alti prezzi del petrolio e del gas..

### **Affrontare i sintomi dell'inflazione, non le sue cause, attraverso il controllo dei prezzi e il razionamento**

Durante la maggior parte della prima guerra mondiale, i tassi ufficiali reali a breve termine furono in gran parte negativi. Nelle principali economie belligeranti, si aggiravano tra il 4% e il 5%, mentre l'inflazione correva almeno tre volte più velocemente. Durante la seconda guerra mondiale, nell'aprile 1942 (cioè poco dopo l'attacco giapponese a Pearl Harbor del dicembre

1941), gli Stati Uniti spinsero ulteriormente la repressione finanziaria. In base ad un accordo tra il Tesoro degli Stati Uniti e il Federal Reserve System, il rendimento dei buoni del Tesoro a tre mesi fu fissato al 3/8% (fino al giugno 1947) e il rendimento dei buoni del Tesoro a lungo termine fu limitato al 2,5% (fino al marzo 1951). Durante l'intero periodo di controllo della curva dei rendimenti, l'inflazione CPI è stata in media di circa il 5% all'anno. D'altra parte, i tassi di interesse reali erano stati nettamente negativi.

I governi tendono a pagare le guerre attraverso il debito, la stampa e l'inflazione. Ma cercano di contenere i costi sociali e politici dell'inflazione sopprimendone i sintomi attraverso il controllo dei prezzi e il razionamento. La Germania del Terzo Reich fornisce forse l'esempio più estremo di questa strategia di soppressione dell'inflazione. Le spese di guerra del Terzo Reich (700 miliardi di marchi tedeschi) erano pari a nove volte il PIL nominale prebellico. Furono finanziate con prelievi sui conquistati (20%), tasse (28%) e debito (50%). Il deficit di bilancio del Reich passò da 5,1 miliardi di reichsmark nel 1938-1939 a 240 miliardi alla fine della guerra; il debito del Reich da 31 miliardi di reichsmark a 380 miliardi (un tasso di crescita medio annuo del 52%), due terzi dei quali sotto forma di buoni del Tesoro a tre mesi. Tre quarti dei buoni in circolazione erano detenuti dalle banche e rappresentavano il 70% degli attivi delle nove maggiori banche. Tra il 1938 e il maggio 1945, si stima che la massa monetaria sia aumentata da 56,4 miliardi di reichsmark ad almeno 300 miliardi (un tasso di crescita medio annuo del 32%), con i crediti verso il governo che rappresentano il 60% delle sue contropartite. Eppure, i prezzi dei prodotti finiti aumentarono solo del 10,8% tra il 1939 e il 1944! Tre misure drastiche garantirono questo risultato paradossale: il controllo di un insieme sempre più ampio di prezzi, il controllo dei salari e il razionamento (soprattutto per il cibo a 1900 calorie al giorno). L'insieme di queste tre misure impediva alle persone di spendere i propri redditi in beni e servizi. Inoltre, il baratto e il mercato nero furono severamente puniti. A costo di limitare la libertà, il risparmio forzato (se non obbligatorio) riuscì a sopprimere l'inflazione.<sup>xviii</sup>

Dall'ottobre 2022, l'energia elettrica è stata razionata in Ucraina attraverso continui blackout.<sup>xix</sup>

### Le sfide del dopoguerra

Le sfide economiche e finanziarie poste da una guerra non svaniscono da un giorno all'altro quando finisce. Il ritorno alla pace comporta anche rischi economici e finanziari. Come molti dei suoi contemporanei, Keynes si aspettava la deflazione dopo la seconda guerra mondiale.<sup>xx</sup> Ricordando più o meno gli episodi deflazionistici seguiti alla Guerra dei Sette Anni (1756-1763), alle Guerre Napoleoniche, alla Guerra di Secessione degli Stati Uniti, alla Guerra Franco-Prussiana e alla Prima Guerra Mondiale (in quest'ultimo caso, se non in Germania fino al 1923, almeno in seguito e a livello globale), la maggior parte dei politici si preoccupava di evitare un'altra Grande Depressione. Tre sono i problemi che tipicamente affliggono il ritorno alla pace: la riconversione delle capacità produttive verso il soddisfacimento dei bisogni civili, la liquidazione del debito estero e delle riparazioni di guerra e la liquidazione del sovraccarico monetario.

Una volta che una guerra è finita, la produzione rimbalza in misura sorprendentemente rapida. Tra il 1919 e il 1923, la produzione industriale aumentò dell'87% in Germania e del 37% in Francia. Se l'iperinflazione non avesse fatto deragliare la sua ripresa nel 1923, la produzione industriale tedesca avrebbe probabilmente seguito lo stesso percorso della Francia, dove il livello prebellico fu raggiunto nel 1924. Molto tempo fa, John Stuart Mill ha sfidato la nozione di "meraviglie" del dopoguerra in parole che vale ancora la pena leggere.:

*"Il consumo e la riproduzione perpetui del capitale [spiegano] la grande rapidità con cui i paesi si riprendono dalle... devastazioni della guerra... Ciò che il nemico ha distrutto, sarebbe stato distrutto in poco tempo dagli stessi abitanti: la ricchezza che essi riproducono così*

*rapidamente, avrebbe avuto bisogno di essere riprodotta e lo sarebbe stata in ogni caso... La possibilità di una rapida riparazione... dipende principalmente dal fatto che il paese sia stato spopolato [e che] la sua popolazione effettiva [conservi] la stessa abilità e conoscenza di prima".<sup>xxi</sup>*

In parole contemporanee, il capitale fisico viene "distrutto" continuamente dal deprezzamento; Ma, se risparmiato dalla guerra, il capitale umano è disponibile per ricostruirlo, possibilmente meglio. Tuttavia, la ricostruzione delle capacità produttive distrutte durante la guerra significa che, almeno in alcuni settori, in particolare l'agricoltura, l'eccesso di offerta sostituisce le carenze e spinge i prezzi verso il basso. Nel 1921, il raccolto di grano francese era al livello prebellico, ma le superfici coltivate a grano nel Nuovo Mondo (Argentina, Australia, Canada, Stati Uniti) erano superiori del 30%. Dopo l'armistizio del novembre 1918 e fino all'aprile-maggio 1920, i prezzi in dollari delle materie prime agricole e industriali continuarono a salire, anche se a un ritmo più lento rispetto alla guerra. Ma alla fine del 1921, erano diminuiti della metà. La depressione agricola era qui per rimanere.

Una complessa rete di debiti e crediti esterni, comprese le riparazioni di guerra, è un altro tipico seguito delle guerre. Alla fine della prima guerra mondiale, la Francia doveva 4 miliardi di dollari agli Stati Uniti; la Gran Bretagna 4,7 miliardi. Anche la Francia doveva 3 miliardi di dollari alla Gran Bretagna. Un quarto delle attività estere francesi (per lo più obbligazioni russe emesse sotto il regime zarista) erano diventate e sarebbero rimaste prive di valore. In questo contesto, le riparazioni di guerra che devono essere pagate dalla Germania non potevano che essere una questione molto delicata e controversa. Ha effettivamente avvelenato le conseguenze della guerra, tanto più che gli Stati Uniti si sono rifiutati di collegare l'accordo del debito interalleato con quello delle riparazioni tedesche.

Come disse Kindleberger, "avendo pagato due volte [nel 1815 e nel 1871], [i francesi] erano pronti a ricevere. Anche prima che la Commissione per le riparazioni stimasse le riparazioni nel 1921 a 31,4 miliardi di dollari, Keynes sosteneva notoriamente che il loro importo superava di gran lunga la capacità della Germania di pagare. Come era prevedibile, non convinse i francesi. Più di 20 anni dopo, lo storico francese Mantoux ha sfidato l'analisi di Keynes in modo così efficace che i discepoli di Keynes hanno cercato di metterlo a tacere. La controversia sulle riparazioni si estende all'importo pagato in ultima analisi dalla Germania. Tra il 1919 e la moratoria Hoover nel giugno 1931, la Germania pagò 5 miliardi di dollari (il 16% del totale stimato dovuto) secondo la Commissione per le riparazioni o, secondo il governo tedesco, 16 miliardi di dollari (51% del totale stimato).).

Una questione di riparazioni si profila di nuovo al giorno d'oggi. L'alto rappresentante dell'UE per la politica estera ha affermato che le capitali dell'UE dovrebbero prendere in considerazione il sequestro delle riserve valutarie russe congelate per coprire i costi della ricostruzione dell'Ucraina dopo la guerra. Una recente proposta annunciata suggerisce di utilizzare il rendimento di tali beni congelati solo per ricostruire l'Ucraina. Per quanto fortemente l'aggressione della Russia all'Ucraina debba essere condannata, tale condanna non dovrebbe impedire che le legittime riparazioni di guerra siano attentamente progettate e calibrate, tenendo presente che, finora, la Russia è stata risparmiata dal dolore economico dall'elevato prezzo del petrolio e del gas.

Oltre al suo impatto fatale sulla geopolitica europea e sulla politica interna, specialmente in Germania, la questione delle riparazioni ha avuto un impatto significativo sui tassi di cambio. Irremovibile sul fatto che la Germania avrebbe pagato, la Francia non intraprese una pulizia delle sue finanze. Il suo debito fluttuante (o a breve termine) ha continuato a salire. Di conseguenza, il franco francese iniziò a deprezzarsi all'inizio del 1919. Alla fine del 1920, aveva perso due terzi del suo valore rispetto al dollaro.<sup>xxii</sup> A metà del 1926, aveva perso più di un'altra

metà. In Germania, la saggezza convenzionale tra la Reichsbank, i governi successivi, gli uomini d'affari e la stampa riteneva che l'accelerazione del deprezzamento del Reichsmark non fosse causato dall'accelerazione dell'inflazione dell'offerta di moneta tedesca, ma piuttosto dall'impatto negativo delle riparazioni sulla bilancia dei pagamenti. Alla Conferenza di Genova del 1922, per aumentare l'offerta di liquidità internazionale dopo che l'oro era stato accumulato dagli Stati Uniti, fu concordato che le detenzioni di valute garantite dall'oro (cioè principalmente l'USD, e in misura minore la sterlina britannica) sarebbero state considerate riserve internazionali: nacque il Gold Exchange Standard. Sarebbe durato fino a quando un'altra guerra, la guerra del Vietnam, portò il presidente Nixon a sospendere la convertibilità esterna del dollaro in oro il 15 agosto 1971. Vista dalla maggior parte delle persone a Londra come "una questione di prestigio [per sfidare New York come nuovo centro finanziario mondiale], una questione di dogma ... quasi una questione di religione", la decisione presa nel maggio 1925 da Churchill, allora Cancelliere dello Scacchiere, di ripristinare la convertibilità della sterlina in oro alla sua parità prebellica, anche se i prezzi britannici erano aumentati nel frattempo di due terzi, appare in questo contesto come uno dei peggiori errori politici mai commessi. Ha spinto in deflazione quella che era ancora una potenza economica.

L'iperinflazione tedesca del 1920-23 aveva mostrato come non affrontare un eccesso monetario postbellico. La riforma monetaria attuata il 20 giugno 1948, sotto una forte leadership americana, dagli Alleati occidentali in quella che sarebbe diventata la Repubblica Federale di Germania mostrò il contrario. Il popolo tedesco sapeva che l'inflazione era stata soppressa durante la seconda guerra mondiale e che le loro riserve di reichsmark erano inutili. Di conseguenza, nessuno avrebbe accettato di essere pagato in reichsmark, e l'economia era ferma. Dal maggio 1945, il baratto e le valute alternative (ad esempio, le sigarette) erano diventati la norma. Tenuta segreta fino all'ultimo minuto, la sostituzione di un marco tedesco con dieci marchi reichsmark ha immediatamente ripristinato la fiducia e liberato il potenziale produttivo della Germania.<sup>xiii</sup>

Le conseguenze della seconda guerra mondiale hanno spiazzato le aspettative deflazionistiche condivise da Keynes e dai suoi contemporanei. L'inizio immediato della Guerra Fredda e i suoi primi focolai, come il blocco di Berlino (giugno 1948-maggio 1949) e la guerra di Corea (1950-1953), possono aver alleviato, almeno parzialmente, i problemi di riconversione che tipicamente affliggono il ritorno alla pace. Più precisamente, alcune lezioni sono state apprese dagli errori politici commessi dopo la prima guerra mondiale: il piano Marshall ha reso irrilevanti le discussioni sulle riparazioni; almeno nella parte occidentale dell'Europa, la maledizione dell'iperinflazione è stata domata.

### **Il rischio di una vittoria di Pirro**

Sui campi di battaglia, sostenuti dalla NATO, il coraggio e l'ingegno dell'Ucraina sono riusciti a contenere e persino a respingere parzialmente l'aggressione russa. Tuttavia, da un punto di vista militare e politico, la durata e l'esito del conflitto rimangono incerti. In definitiva, l'Ucraina potrebbe trarre alcuni preziosi benefici dall'adesione all'UE e alla NATO. Al contrario, è certo che, oltre al tributo umano della guerra, il suo costo per l'Ucraina è già proibitivo. Si stima che il PIL dell'Ucraina si sia ridotto di un terzo. Quasi un quinto della sua popolazione è fuggito in Europa occidentale. L'inflazione corre ad un tasso annuo del 26,6%. Inoltre, la sua rete elettrica è in gran parte distrutta; il suo disavanzo commerciale è almeno del 5,5% del PIL; il suo debito estero lordo almeno all'85%; il suo disavanzo di bilancio almeno all'11% e il suo debito pubblico almeno al 65%; Anche la sua valuta ha perso un quinto del suo valore. Allo stesso tempo, la Russia non accetterà facilmente alcun tipo di riparazione di guerra. In mancanza di sostegno economico e finanziario da parte dei membri della NATO, sotto forma di un nuovo Piano



Marshall, l'Ucraina rischia di ottenere una vittoria di Pirro. Ma il prezzo che dovranno pagare i suoi alleati varrà la pena pagarlo.

- 
- <sup>i</sup> Diverse serie temporali chiave dell'economia e della finanza ucraina e russa non sono state aggiornate dal febbraio 2022.
- <sup>ii</sup> Norman Angell, (1909), *The Great Illusion, A Study of the Relation of Military Power to National Advantage*, Editrice Bottom of the Hill.
- <sup>iii</sup> Fernand Braudel and Ernest Labrousse, (1979), *Histoire économique et sociale de la France*, Presses Universitaires de France.
- <sup>iv</sup> FT, 28/10/2022.
- <sup>v</sup> Jean-Pierre Patat, Michel Lutfalla, (1986), *Histoire monétaire de la France au XXème siècle*, Economica.
- <sup>vi</sup> Fernand Braudel and Ernest Labrousse, (1979), *Histoire économique et sociale de la France*, Presses Universitaires de France.
- <sup>vii</sup> Charles P. Kindleberger, (1986), *The World in Depression, 1929-1939*, Basic Books.
- <sup>viii</sup> Nicholas A. Lambert, (2012), *Planning Armageddon: British Economic Warfare and the First World War*, Harvard University Press.
- <sup>ix</sup> FT, 28/11/2022.
- <sup>x</sup> Fernand Braudel and Ernest Labrousse, (1979), *Histoire économique et sociale de la France*, Presses Universitaires de France.
- <sup>xi</sup> John M. Keynes, (1939), *How to pay for the war in Essays in Persuasion*, Cambridge University Press.
- <sup>xii</sup> NBER Macrohistory Database.
- <sup>xiii</sup> Charles P. Kindleberger, (1986), *A Financial History of Western Europe*, Oxford University Press.
- <sup>xiv</sup> Richard Roberts (2014), *Saving the City: The Great Financial Crisis of 1914*, Oxford University Press.
- <sup>xv</sup> Costantino Bresciani-Turoni (1937), *The Economics of Inflation*, Augustus M. Kelley.
- <sup>xvi</sup> William L. Silber (2008), *When Washington Shut Down Wall Street: The Great Financial Crisis of 1914 and the Origins of America's Monetary Supremacy*, Princeton University Press.
- <sup>xvii</sup> Jean-Pierre Patat, Michel Lutfalla, (1986), *Histoire monétaire de la France au XXème siècle*, Economica.
- <sup>xviii</sup> Bruno Théret, (2007), *La monnaie dévoilée par ses crises*, Editions de l'Ecole des Hautes Etudes en Sciences Sociales.
- <sup>xix</sup> FT, 20/10/2022.
- <sup>xx</sup> John M. Keynes, (1939), *How to pay for the war in Essays in Persuasion*, Cambridge University Press.
- <sup>xxi</sup> John Stuart Mill, (1848), *Principles of Political economy*, Augustus M. Kelley.
- <sup>xxii</sup> Jean-Pierre Patat, Michel Lutfalla, (1986), *Histoire monétaire de la France au XXème siècle*, Economica.
- <sup>xxiii</sup> Jacques Rueff (1953), *La résurrection de l'Allemagne*, Revue des Deux Mondes.

---

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla dichiarazione di non responsabilità fornita di seguito.

#### **DICHIARAZIONI PREVISIONALI**

Le dichiarazioni contenute nel presente documento possono includere prospettive, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali che si basano su opinioni e ipotesi attuali della direzione e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi reali possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali deviazioni possono sorgere a causa, a titolo esemplificativo, (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nei mercati del Gruppo Allianz e non, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità del mercato, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità degli eventi di perdita assicurata, anche derivanti da catastrofi naturali, e sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) livelli di persistenza dei fenomeni osservati, (vi) entità delle inadempienze creditizie, in particolare nel settore bancario, (vii) livelli dei tassi di interesse, (viii) tassi di cambio tra cui il tasso di cambio Euro / Dollaro, (ix) modifiche delle leggi e dei regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) impatto delle acquisizioni, inclusi i relativi problemi di integrazione, comprese le misure di riorganizzazione e (xi) fattori competitivi generali, da considerarsi su base locale, regionale, nazionale e / o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili o avere conseguenze più accentuate a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

#### **NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE**

La società non assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni o dichiarazioni previsionali contenute nel presente documento, salvo eventuali informazioni che devono essere divulgate dalla legge.

Allianz Trade is the trademark used to designate a range of services provided by Euler Hermes.