

Allianz Research

# Ekonomia wojny, (i jej następstwa)

grudzień 2022 r.



Eric Barthalon  
Globalny szef działu  
badań rynków  
kapitałowych  
eric.barthalon@  
allianz.com

## PODSUMOWANIE

- Wojny dezorganizują i reorientują produkcję
- Zmieniają przepływy handlowe
- Wywołują inflację
- Są w większości przypadków opłacane przez monetyzację długu publicznego
- Za cenę skrajnego ograniczenia wolności, kontrola cen i reglamentacja mogą skutecznie stłumić inflację do czasu powrotu pokoju.
- Następstwa wojen są pełne wyzwań, a deflacja jest pierwszym z nich.
- Gospodarczo i finansowo Ukraina jest zagrożona pyrrusowym zwycięstwem.
- Ostatecznie jego koszty będą musiały ponieść kraje członkowskie NATO.

## Wojna powróciła po siedemdziesięciu siedmiu latach pokoju

Od zakończenia II wojny światowej w maju 1945 roku do ataku Rosji na Ukrainę w lutym 2022 roku Europa cieszyła się wyjątkowo długim okresem pokoju na swojej ziemi: okres ten trwał 77 lat. Wojny dekolonizacyjne w Indochinach (1946-1954) i Algierii (1954-1962) toczyły się daleko, na terenach będących jeszcze francuskimi koloniami. Wojny jugosłowiańskie (1991-2001) były wojnami etnicznymi w granicach byłej Socjalistycznej Federacyjnej Republiki Jugosławii. Błyskawiczna aneksja Krymu w 2014 roku przez Rosję, a następnie mało intensywny, ale trwały konflikt pomiędzy Ukrainą a wspieranymi przez Rosję separatystami w południowo-wschodniej Ukrainie powinny w opinii Allianz Trade być bardziej przebudzić zachodnią opinię publiczną w kwestii ryzyka wojny, niż to się stało. Trzy pokolenia urodziły się i dorastały w czasie pokoju, który trwał siedemdziesiąt siedem lat, słysząc o wojnie od swoich rodziców, dziadków lub pradziadków i będąc świadkami pokojowego zakończenia zimnej wojny w 1989 roku. Przed lutym 2022 roku doświadczenie wojny, a dokładniej jej skutków ekonomicznych i finansowych, było na etapie wymazywania ze zbiorowej pamięci.

## Ekonomia wojenna zapomniana po siedemdziesięciu siedmiu latach pokoju

Zapominanie lub ignorowanie tego, czego możemy się nauczyć z przeszłych doświadczeń, jest zawsze ryzykowne, nie tyle dlatego, że - jak podobno ujął to Mark Twain - "historia nie powtarza się, ale się rymuje", ale raczej dlatego, że - jak twierdzi Santayana - "ci, którzy nie pamiętają przeszłości, są skazani na jej powtarzanie". Stąd nasz temat: czego możemy się

nauczyć z historii o warunkach gospodarczych i finansowych w czasie wojen i po nich? W zależności od dostępności i dokładności danych, w jakim stopniu doświadczenia te rzucają światło na obecną wojnę w Ukrainie.?’

Ze względu na czas trwania, zasięg i skalę, niektóre wojny - takie jak wojny napoleońskie (1803-1815), I wojna światowa (1914-1918) oraz II wojna światowa (1939-1945) - stanowiły większe wyzwanie gospodarcze niż inne, zarówno dla stron walczących, jak i tych, które nie brały w nich udziału. Tego rodzaju wielkie konflikty zwiększają wpływ wymogów wojennych na wielkość i strukturę produkcji, ceny i płace, przepływy i bilans handlowy, kursy walutowe, finanse publiczne oraz charakter i ilość pieniądza. Dostarczają one materiału do określenia ryzyk ogona związanych z wojnami. Dlatego też skupimy się na takich dużych konfliktach, a w szczególności na I wojnie światowej. Podobnie jak dzisiejsza wojna w Ukrainie, I wojna światowa wybuchła w epoce intensywnej globalizacji, a powszechna mądrość głosiła, że wzajemne powiązania gospodarcze i finansowe czynią wojnę absurdalną, a zatem mało prawdopodobną. Co więcej <sup>ii</sup>, choć debata na temat przyczyn Wielkiego Kryzysu wciąż nie została rozstrzygnięta, żaden historyk ekonomii nie będzie twierdził, że I wojna światowa nie odegrała żadnej roli w jego powstaniu. A okres międzywojenny wpłynął na porządek gospodarczy i finansowy ustanowiony po II wojnie światowej.

### **Dezorganizacja i reorientacja produkcji**

Zdaniem niektórych wojny pobudzają gospodarkę. Jednak nie dotyczy to krajów, na których terenie toczy się wojna. W latach 1913-1919 produkcja przemysłowa spadła o 43% we Francji, 62% w Niemczech, ale tylko o 11,5% w Wielkiej Brytanii. Natomiast w USA <sup>iii</sup> wzrosła o 18,5%. Jedną z kluczowych przyczyn jest niedobór siły roboczej spowodowany poborem do wojska: w czasie I wojny światowej na 39 mln mieszkańców Francji 8 mln mężczyzn (czyli 63% aktywnych zawodowo) zostało powołanych do wojska. <sup>iv</sup>

Pod koniec października 2022 roku bank centralny Rosji ostrzegł, że nabór wojskowy pogłębi niedobory siły roboczej. <sup>v</sup> Zniszczenie ukraińskiej sieci energetycznej wzmocni spadek aktywności gospodarczej w tym kraju. Jeśli chodzi o wartość tych pomiarów, szacuje się, że realny PKB zmniejszył się o około jedną trzecią w I i II kwartale 2022 r. na Ukrainie i tylko o 2,3% w Rosji (ale prawie 8% rocznie w samym II kwartale).

Z analiz Allianz Trade wynika, że wpływ wojny jest również bardzo zróżnicowany w poszczególnych sektorach, co ilustruje realokację zasobów na potrzeby wojenne. Podczas I wojny światowej wzrosła produkcja kilku francuskich sektorów przemysłowych (guma, skóra). Sprzedaż Renault wzrosła ponad czterokrotnie. Jednak w większości sektorów produkcja przemysłowa drastycznie spadła, co było wynikiem charakteru produkcji i odległości od pól bitewnych. Przed wojną północna i wschodnia część Francji, czyli ta, gdzie miały znajdować się pola bitew, produkowała 90% Inu i rudy żelaza, 80% stali, 70% cukru, 60% tkanin bawełnianych, 55% węgla, 43% energii elektrycznej. <sup>vi</sup>

Podobnie mocno ucierpiała produkcja rolna. W czasie I wojny światowej zbiory pszenicy spadły o 47% w Niemczech i 43% we Francji (gdzie 45% powołanych do wojska mężczyzn było rolnikami) <sup>vii</sup>. W całej Europie areał upraw pszenicy zmniejszył się podczas wojny, szczególnie w krajach, które wcześniej były eksporterami pszenicy (Francja i carska Rosja, do której należały żyzne czarne ziemie Ukrainy) <sup>viii</sup>. Dla carskiej Rosji możliwość eksportu zboża została dodatkowo ograniczona przez zainspirowaną przez Niemców blokadę cieśnin tureckich przez Turcję.

Krucha, wynegocjowana przez ONZ umowa o eksporcie zboża pomiędzy Ukrainą a Rosją przez Morze Czarne przypomina tamten okres i obrazuje trwałość geografii.

### **Zmiany w przepływach handlowych**

Wojny zmieniają kształt przepływów handlowych, tworząc zwycięzców i przegranych. W istocie, często celem wojennym jest zablokowanie przepływów handlowych w celu

osłabienia przeciwnika. Blokada kontynentalna Napoleona z 1806 r. skierowana przeciwko Anglii okazała się zbyt ambitna, by odnieść sukces. W 1914 roku, pewna przewagi w postaci Królewskiej Marynarki Wojennej na Morzu Północnym, Admiralicja Brytyjska rozważała nałożenie blokady na Niemcy, ale propozycja ta spotkała się ze skutecznym sprzeciwem Ministerstwa Spraw Zagranicznych, które nie chciało niepokoić państw neutralnych (Norwegia, Szwecja, Dania, Holandia).<sup>ix</sup>

Nie było więc niczego nowego w wyłączeniu przez Rosję lub sabotowaniu głównego gazociągu Europy - Nord Stream 1 - we wrześniu 2022 roku <sup>x</sup>. Nie ma też niczego nowego w blokowaniu przez Europę rosyjskiej ropy transportowanej drogą morską z kontynentu do krajów trzecich, chyba że kraje te zaakceptują cenę za ropę dyktowaną przez zachodnie mocarstwa <sup>xi</sup>. W takiej czy innej formie wojna gospodarcza i finansowa zawsze była częścią broni stosowanej podczas wojen.

W czasie I wojny światowej zmniejszenie areалу pszenicy w Europie zostało zrównoważone gwałtownym wzrostem w Nowym Świecie (Argentyna, Australia, Kanada, USA). W latach 1913-1919 zbiory pszenicy w USA wzrosły o 27%. Obecnie widzimy, że Stany Zjednoczone, Katar, Algieria, by wymienić tylko kilka z nich, wkraczają do Europy z dostawami gazu, którego nie dostarcza już Rosja.

W rzeczywistości, gdy wybuchła I wojna światowa, Stany Zjednoczone były czymś, co dziś nazwalibyśmy bardzo dużym rynkiem wschodzącym. Były międzynarodowym dłużnikiem netto, potencjalnie narażonym - jak podczas kryzysu finansowego w 1907 roku - na nagłe zatrzymanie przepływu kapitału. Jego bilans handlowy ledwie wykazywał nadwyżkę (około 500 mln USD rocznie, rok po roku). Cztery lata później, dzięki trzykrotnemu wzrostowi wartości dolarowej eksportu, USA odnotowywały nadwyżkę w bilansie handlowym w wysokości ok. 4 mld USD rocznie i stały się międzynarodowym wierzycielem netto. W międzyczasie, dla kontrastu, deficyt francuskiego bilansu handlowego skoczył z około 1,5 mld franków w latach 1913-14 do 7 mld w 1915 r., 14 mld w 1916 r. i 21 mld w 1917 r. Był on finansowany ze sprzedaży towarów i usług, a także z podatków. Finansowany był ze sprzedaży złota i aktywów zagranicznych oraz kredytów udzielonych przez USA i Wielką Brytanię. Pod koniec wojny Francja, która wcześniej była dużym wierzycielem międzynarodowym netto (45 mld franków w 1913 r.) stała się międzynarodowym dłużnikiem netto (bez reparacji wojennych) w wyniku sprzedaży złota i aktywów zagranicznych (3,5 mld franków), odpisanych aktywów rosyjskich, austriacko-węgierskich, niemieckich i tureckich (23 mld franków) oraz długu wobec Wielkiej Brytanii i USA (31,4 mld franków).<sup>xiii</sup>

Podobnie jak Francja podczas I wojny światowej, Ukraina płaci za to cenę: od lutego 2022 roku roczny deficyt handlowy Ukrainy wzrósł z 5,4 mld USD do 8,2 mld USD (czyli 5,5% przedwojennego PKB), a jej zadłużenie zagraniczne brutto wynosi już 85% przedwojennego PKB. W styczniu Rosja miała roczną nadwyżkę handlową w wysokości 200 mld USD (czyli 11,3% PKB). Od tego czasu przestała publikować swój bilans handlowy, ale wysokie ceny ropy i gazu musiały zwiększyć tę nadwyżkę.

### **Podnoszenie cen**

Inflacja jest znana laikom jako kluczowy ekonomiczny atrybut wojny, a historycy określiliby ją zapewne jako jej najbardziej odwieczny atrybut. Występowała podczas wojny peloponeskiej (431-404 p.n.e.) pomiędzy Atenami a Spartą, drugiej wojny punickiej (218-202 p.n.e.) pomiędzy Rzymem a Kartagimą, wojen napoleońskich (1803-15), wojny secesyjnej w USA (1861-65) oraz wojny pomiędzy Francją a Prusami w latach 1870-71. Pod koniec 1918 roku ceny hurtowe w Wielkiej Brytanii, Niemczech, USA, Kanadzie i Japonii wzrosły mniej więcej dwukrotnie w stosunku do poziomu z 1913 roku. We Francji pomnożono je prawie 3,5 raza, we Włoszech - 4. Nawet Szwecja, kraj neutralny, odnotowała trzykrotny wzrost. <sup>xiv</sup> W tym okresie średnia stopa inflacji cen hurtowych wahała się od 15% do 30% rocznie. Bliżej naszych czasów, mierzona amerykańskim indeksem cen konsumpcyjnych, inflacja przyspieszyła również podczas II wojny światowej i wojny wietnamskiej.

Od lutego 2022 r. roczna stopa inflacji CPI w Rosji wzrosła z 8,7% do 12,7% (ze szczytem na poziomie 17,9% w kwietniu), natomiast w Ukrainie przyspieszyła z 10% do 26,6%. W strefie euro, w tym samym okresie, inflacja przyspieszyła z 5,1% do 10%.

Podczas I wojny światowej, podobnie jak dziś, rynki towarowe były kluczowym kanałem propagacji inflacji. Mierzone w dolarach ceny towarów zarówno rolnych, jak i przemysłowych podwoiły się między sierpniem 1914 a listopadem 1918 roku.

W kontekście niedoboru siły roboczej i rosnących cen, presja na podnoszenie płac była również bardzo duża. Między sierpniem 1914 a listopadem 1918 roku amerykański indeks płac złożonych wzrósł o prawie 60%, choć znacznie mniej niż ceny.

### **Płacenie za wojnę monetyzacją długu**

Teoretycznie istnieje kilka sposobów płacenia za potrzeby wojenne: opodatkowanie, dobrowolne oszczędności, oszczędności przymusowe, opłata od pokonanych, oszczędności przymusowe poprzez kreację pieniądza i inflację.<sup>xv</sup>

Pomijając zawsze "popularne" podatki od "nadwyżki" zysków wojennych (przyjęte w co najmniej 22 krajach w pierwszych latach I wojny światowej), historia ujawnia niechęć do opodatkowania.<sup>xvi</sup> W rezultacie wojny zazwyczaj powodują deficyty i zadłużenie publiczne. We Francji zwykle wpływy podatkowe pokryły jedynie 16% wydatków z okresu I wojny światowej. Podczas gdy w 1913 roku budżet państwa wykazywał niewielką nadwyżkę, w 1914 roku deficyt wzrósł do 5,5 mld franków, w 1915 roku 16,8 mld, w 1916 roku 22,9 mld, w 1917 roku 28,4 mld, a w 1918 roku 34,3 mld. Dług rządowy wzrósł o 135 mld franków.<sup>xvii</sup> W Wielkiej Brytanii dług narodowy pomnożony został przez 12; w Niemczech dług zmienny przez 184. Bilans budżetu federalnego USA pozostawał bliski równowagi do czasu wypowiedzenia przez USA wojny Cesarstwu Niemieckiemu 06 kwietnia 1917 roku. Do końca wojny, 20 miesięcy później, deficyt wynosił 12,5 mld USD. Druga wojna światowa powtórzyła ten sam schemat: w 1939 roku rząd federalny USA miał deficyt w wysokości 3,6 mld USD; pod koniec 1941 roku deficyt wzrósł do 10,2 mld USD. Po zakończeniu wojny deficyt wyniósł 52 mld USD. Podczas I wojny światowej dług federalny USA wzrósł z 1 mld USD do 19 mld USD; podczas II wojny światowej z 36 mld USD do prawie 200 mld USD.<sup>xviii</sup>

Od lutego 2022 roku deficyt publiczny Ukrainy został pomnożony przez 4, z 153 mld hrywien ukraińskich do 606 mld (czyli 11% przedwojennego PKB), a dług publiczny wzrósł o 31%. Wzrost wydatków publicznych w całości wynika ze wzrostu wydatków na obronę, z których tylko jedna trzecia jest pokrywana przez zwiększone dochody. Budżet Rosji pozostawał w nadwyżce, do czego przyczyniały się wysokie ceny ropy i gazu.

Historia ujawnia preferencje dla prasy drukarskiej i inflacji, wielkiego zbieracza podatków, jak powiedział Keynes. Zwykle wprowadzane jako środek awaryjny w przypadku wybuchu wojny, osłabienie waluty i monetyzacja długu stają się normą, ponieważ wojny zwykle trwają dłużej niż oczekiwano lub planowano. Podczas wojny peloponeskiej Ateny zamieniły swoje wysokiej jakości srebrne monety na monety z brązu pokryte warstwą srebra. Podczas drugiej wojny punickiej rzymska moneta z brązu, as (lub assarius), straciła 83% swojej wagi.<sup>xix</sup> Częściowo nakładająca się na wojnę trzydziestoletnią (1618-48), która miała miejsce w Świętym Cesarstwie Rzymskim, Kipper-und Wipperzeit (1619-23) była wyścigiem na dno pomiędzy wojownikami. Od 1789 do 1796 roku rewolucjoniści francuscy drukowali asygnaty, rodzaj papierowego pieniądza początkowo, a następnie rzekomo podpartego ziemią kościelnymi skonfiskowanymi podczas rewolucji.<sup>xx</sup> W latach 1797-1821 Bank Anglii zawiesił płatności w złocie; w latach 1797-1815 jego banknoty w obiegu zostały pomnożone przez 2,44<sup>xxi</sup>. Od 1861 do 1878 roku Skarb Państwa USA (System Rezerwy Federalnej jeszcze nie istniał) emitował greenbacki, papierowy pieniądz nie poparty ani złotem, ani srebrem i drukowany tylko na jednej stronie, druga była jednolicie zielona.

Kiedy wybuchła I wojna światowa, gospodarka światowa funkcjonowała w oparciu o standard złota. Banknoty i depozyty bankowe były zabezpieczone złotem i mogły być swobodnie na

nie wymieniane. Wybuch wojny wywołał mało znany, ale dotkliwy kryzys finansowy w postaci masowego wycofywania wkładów z banków, ponieważ nagle okazało się, że wielu dłużników na kontynencie nie będzie w stanie regulować należności. <sup>xxii</sup> Po próbach powstrzymania tego zjawiska poprzez podniesienie stóp procentowych, banki centralne państw biorących udział w wojnie szybko podjęły decyzję o zawieszeniu krajowej wymienialności banknotów na złoto. W Niemczech, podobnie jak we Francji, szybko uchwalono ustawy pozwalające bankowi centralnemu na dyskontowanie trzymiesięcznych bonów skarbowych. <sup>xxiii</sup> Wiele krajów przyjęło moratorium na dług komercyjny i depozyty bankowe. W Wielkiej Brytanii, aby zabezpieczyć wypłacalność domów dyskontowych, Bank Anglii podjął śmiałą decyzję o zakupie jednej trzeciej zaległych weksli na rynku dyskontowym, gwarantując związane z tym ryzyko kredytowe za pieniądze podatników (tzw. program "cold storage"). Aby zapobiec monetyzacji aktywów finansowych (zarówno akcji, jak i obligacji), a tym samym zmniejszyć ryzyko odpływu kapitału, który uszczupliłby zasoby złota, wiele krajów zamknęło na kilka miesięcy swoje giełdy. <sup>xxiv</sup>

Ewolucja francuskiej podaży pieniądza i jej odpowiedników podczas I wojny światowej dostarcza bowiem faktów na temat kreacji pieniądza w czasach wojen. Po stronie zobowiązań suma M2 wzrosła prawie czterokrotnie, przy czym wartość banknotów rosła szybciej niż depozytów bankowych. Po stronie aktywów należności od rządu zostały pomnożone przez prawie 16, a należności od podmiotów prywatnych przez "tylko" <sup>xxv</sup> trzy. Rezerwy międzynarodowe brutto (dewizy i złoto) podwoiły się, ale wzrosło też zadłużenie zagraniczne.

Od stycznia 2022 roku M1 Ukrainy wzrosło o 16,5%, a M3 o 13,6%; M2 Rosji wzrosło o 13,5%.

To, że przed 1914 r. gospodarka światowa była oparta na standardzie złota, oznaczało, że była również w systemie stałego kursu walutowego. Zawieszenie wymienialności walut krajów biorących udział w wojnie na złoto spowodowało, że znalazły się one w reżimie płynnego kursu walutowego i deprecjacji w stosunku do złota, a także dolara amerykańskiego, ponieważ waluta amerykańska pozostała jednoznacznie powiązana ze złotem. Do końca wojny funt brytyjski i frank francuski zdeprecjonowały się o około 5%, ale marka Rzeszy straciła już około połowy swojej przedwojennej wartości.

Od lutego 2022 roku ukraińska waluta straciła wobec dolara jedną piątą wartości, a wobec euro prawie jedną dziesiątą. Z kolei rosyjski rubel, po początkowym ostrym spadku, zdołał się ustabilizować na poziomie o około 20% wyższym niż przed wybuchem wojny, prawdopodobnie wspierany przez wysokie ceny ropy i gazu.

### **Zwalczanie objawów inflacji, a nie jej przyczyn, poprzez kontrolę cen i reglamentację**

Przez większość I wojny światowej realne krótkoterminowe stopy procentowe były w dużej mierze ujemne. W głównych gospodarkach walczących wahały się one między 4% a 5%, podczas gdy inflacja rosła co najmniej trzy razy szybciej. Podczas II wojny światowej, w kwietniu 1942 r. (czyli krótko po japońskim ataku na Pearl Harbor w grudniu 1941 r.), USA jeszcze bardziej zwiększyły represje finansowe. Zgodnie z umową pomiędzy Ministerstwem Skarbu USA a Systemem Rezerwy Federalnej, rentowność trzymiesięcznych bonów skarbowych została ustalona na poziomie 3/8% (do czerwca 1947 r.), a rentowność długoterminowych obligacji skarbowych została ograniczona do 2,5% (do marca 1951 r.). Przez cały okres kontroli krzywej dochodowości inflacja CPI wynosiła średnio około 5% rocznie. W tym czasie realne stopy procentowe były mocno ujemne.

Rządy mają tendencję do finansowania wojen poprzez zadłużenie, drukowanie pieniędzy oraz inflację. Próbuje jednak ograniczyć społeczne i polityczne koszty inflacji, tłumiąc jej objawy poprzez kontrolę cen i reglamentację. Niemcy pod rządami Trzeciej Rzeszy stanowią prawdopodobnie najbardziej ekstremalny przykład takiej strategii tłumienia inflacji. Wydatki wojenne Trzeciej Rzeszy (700 mld marek) równały się dziewięciokrotności przedwojennego

nominalnego PKB. Finansowane były z opłat od podbitych państw (20%), podatków (28%) i długu (50%). Deficyt budżetowy Rzeszy wzrósł z 5,1 mld reichsmarek w latach 1938-1939 do 240 mld pod koniec wojny, a zadłużenie Rzeszy z 31 mld marek do 380 mld (średni roczny wzrost o 52%), z czego dwie trzecie przypadało na trzymiesięczne bonny skarbowe. Trzy czwarte niespłaconych bonów znajdowało się w posiadaniu banków, stanowiąc 70% aktywów dziewięciu największych banków. Szacuje się, że w okresie od 1938 r. do maja 1945 r. podaż pieniądza wzrosła z 56,4 mld marek do co najmniej 300 mld (średnia roczna stopa wzrostu 32%), przy czym należności od rządu stanowiły 60% jej odpowiedników. Tymczasem ceny wyrobów gotowych wzrosły w latach 1939-1944 tylko o 10,8%. Trzy drastyczne środki zapewniły ten paradoksalny wynik: kontrola coraz większego zestawu cen, kontrola płac i reglamentacja (zwłaszcza żywności - 1900 kalorii dziennie). Te trzy środki razem wzięte uniemożliwiały ludziom wydawanie swoich dochodów na towary i usługi. Co więcej, handel wymienny i czarnorynkowy był surowo karany. Za cenę ograniczenia wolności, przymusowe (jeśli nie obowiązkowe) oszczędności skutecznie tłumiły inflację.<sup>xxvi</sup>

Od października 2022 roku energia elektryczna jest reglamentowana w Ukrainie poprzez przerwy w dostawie prądu (rolling blackouts).<sup>xxvii</sup>

### Wyzwania związane z następstwami wojny

Wyzwania gospodarcze i finansowe związane z wojną nie znikają z dnia na dzień po jej zakończeniu. Powrót do pokoju wiąże się również z ryzykiem gospodarczym i finansowym. Podobnie jak wielu jemu współczesnych, Keynes spodziewał się deflacji po II wojnie światowej.<sup>xxviii</sup> Pamiętając mniej więcej epizody deflacyjne, które nastąpiły po wojnie siedmioletniej (1756-1763), wojnach napoleońskich, wojnie secesyjnej w USA, wojnie francusko-pruskiej i I wojnie światowej (w tym ostatnim przypadku, jeśli nie w Niemczech do 1923 r., to przynajmniej później i w skali globalnej), zdecydowana większość decydentów chciała zapobiec kolejnemu Wielkiemu Kryzysowi.<sup>xxix</sup> Powrót do pokoju zwykle wiąże się z trzema problemami: przestawieniem zdolności produkcyjnych na zaspokajanie potrzeb ludności, uregulowaniem zadłużenia zagranicznego i reparacjami wojennymi oraz likwidacją nadwyżki pieniądza.

Po zakończeniu wojny produkcja wraca do normy zaskakująco szybko. W latach 1919-1923 produkcja przemysłowa wzrosła o 87% w Niemczech i 37% we Francji. Gdyby hiperinflacja nie przeszkodziła w odbudowie w 1923 roku, niemiecka produkcja przemysłowa prawdopodobnie podążyłaby tą samą drogą co francuska, gdzie w 1924 roku osiągnięto poziom sprzed wojny. Dawno temu John Stuart Mill zakwestionował pojęcie powojennych "cudów" w słowach, które wciąż warto tu zacytować:

*"[Nieustanna] konsumpcja i reprodukcja kapitału [wyjaśnia] wielką szybkość, z jaką kraje odbudowują się po ... spustoszeniu wojennym... To, co zniszczył wróg, zostałyby w krótkim czasie zniszczone przez samych mieszkańców: bogactwo, które tak szybko odtwarzają, musiałyby zostać odtworzone i zostałyby odtworzone w każdym przypadku... Możliwość szybkiej naprawy ... zależy głównie od tego, czy kraj został wyludniony [i czy] jego efektywna populacja [zachowuje] te same umiejętności i wiedzę, co przedtem."*<sup>xxx</sup>

We współczesnych słowach kapitał fizyczny jest cały czas "niszczony" przez deprecjację; ale jeśli wojna go oszczędzi, dostępny jest kapitał ludzki, który może go odbudować, być może lepiej. Odbudowa zniszczonych w czasie wojny zdolności produkcyjnych oznacza jednak, że przynajmniej w niektórych sektorach, zwłaszcza w rolnictwie, nadpodaż zastępuje niedobory i powoduje spadek cen. W 1921 roku zbiory pszenicy we Francji były na poziomie sprzed wojny, ale arealy pszenicy w Nowym Świecie (Argentyna, Australia, Kanada, USA) były o 30% wyższe. Po zawieszeniu broni w listopadzie 1918 r. oraz aż do kwietnia-maja 1920 r. ceny USD towarów rolnych i przemysłowych nadal rosły, choć w wolniejszym tempie niż w czasie wojny. Jednak do końca 1921 roku spadły o połowę. Depresja w rolnictwie trwała.

Skomplikowana sieć zewnętrznych długów i roszczeń, w tym reparacji wojennych, jest kolejnym typowym następstwem wojen. Pod koniec I wojny światowej Francja była winna USA 4 mld USD, Wielka Brytania 4,7 mld. Francja była też winna Wielkiej Brytanii 3 mld USD. Jedna czwarta francuskich aktywów zagranicznych (głównie rosyjskie obligacje wyemitowane w czasach carskich) stała się i pozostanie bezwartościowa. W tym kontekście reparacje wojenne, jakie miały zapłacić Niemcy, mogły być jedynie kwestią bardzo drażliwą i kontrowersyjną. Rzeczywiście zatrzała ona następstwa wojny, tym bardziej że USA odmówiły powiązania uregulowania długu międzysojuszniczego z uregulowaniem niemieckich reparacji.

Jak ujął to Kindleberger, "zapłaciwszy dwa razy [w 1815 i 1871 roku], [Francuzi] byli gotowi do przyjęcia".<sup>xxxix</sup> Jeszcze zanim Komisja ds. Reparacji oszacowała wysokość reparacji w 1921 roku na 31,4 mld USD, Keynes głośno przekonywał, że ich wysokość znacznie przekracza możliwości płatnicze Niemiec.<sup>xxxix</sup> Jak można się było spodziewać, nie przekonał Francuzów. Ponad 20 lat później francuski historyk Mantoux podważył analizę Keynesa tak skutecznie, że uczniowie Keynesa starali się go uciszyć.<sup>xxxix</sup> Kontrowersje związane z reparacjami dotyczą także kwoty ostatecznie zapłaconej przez Niemcy. W okresie od 1919 roku do moratorium Hoovera w czerwcu 1931 roku Niemcy wpłaciły, według Komisji Reparacyjnej, 5 mld USD (16% szacowanej sumy) lub, według rządu niemieckiego, 16 mld USD (51% szacowanej sumy).

Dziś znów pojawia się kwestia reparacji. Wysoki przedstawiciel UE ds. polityki zagranicznej powiedział, że stolice UE powinny rozważyć zajęcie zamrożonych rosyjskich rezerw walutowych na pokrycie kosztów odbudowy Ukrainy po wojnie.<sup>xxxix</sup> Niedawna, rozwodniona propozycja sugeruje, aby zwrot z takich zamrożonych aktywów przeznaczyć tylko na odbudowę Ukrainy.<sup>xxxix</sup> Niezależnie od tego, jak mocno należy potępić agresję Rosji na Ukrainę, potępienie to nie powinno przeszkadzać w starannym zaprojektowaniu i wyskalowaniu uzasadnionych reparacji wojennych, przy czym należy pamiętać, że jak dotąd Rosji udało się uniknąć bólu ekonomicznego dzięki wysokim cenom ropy i gazu.

Oprócz fatalnego wpływu na geopolitykę europejską i politykę wewnętrzną, zwłaszcza w Niemczech, kwestia reparacji miała istotny wpływ na kursy walut. Francja, przekonana, że Niemcy zapłacą, nie podjęła się uporządkowania swoich finansów. Jej płynne (czyli krótkoterminowe) zadłużenie wciąż rosło. W rezultacie na początku 1919 r. frank zaczął tracić na wartości. Do końca 1920 r. stracił on dwie trzecie swojej wartości w stosunku do dolara.<sup>xxxix</sup> Do połowy 1926 roku stracił ponad połowę. W Niemczech powszechna mądrość Reichsbanku, kolejnych rządów, biznesmenów i prasy nakazywała sądzić, że przyspieszająca deprecjacja marki Rzeszy nie była spowodowana przyspieszającą inflacją niemieckiej podaży pieniądza, lecz raczej negatywnym wpływem reparacji na bilans płatniczy.<sup>xxxix</sup> Na konferencji w Genewie w 1922 r., aby zwiększyć podaż międzynarodowej płynności po zgromadzeniu złota przez USA, uzgodniono, że udziały walut wspieranych przez złoto (tj. głównie dolara amerykańskiego, a w mniejszym stopniu funta brytyjskiego) będą zaliczane do rezerw międzynarodowych: narodził się system waluty złotej (Gold Exchange Standard). Trwał on do czasu, gdy kolejna wojna, wojna w Wietnamie, skłoniła prezydenta Nixona do zawieszenia zewnętrznej wymienialności dolara na złoto 15 sierpnia 1971 roku. Postrzegana przez większość londyńczyków jako "kwestia prestiżu [rzucenie wyzwania Nowemu Jorkowi jako nowemu światowemu centrum finansowemu], kwestia dogmatu... niemal kwestia religii", decyzja podjęta w maju 1925 roku przez Churchilla, ówczesnego kanclerza skarbu, o przywróceniu wymienialności funta na złoto według przedwojennego parytetu, mimo że brytyjskie ceny wzrosły w międzyczasie o dwie trzecie, wygląda w tym kontekście na jeden z najgorszych błędów politycznych, jakie kiedykolwiek popełniono.<sup>xxxix</sup> Doprowadziło to do deflacji w kraju, który wciąż był potęgą gospodarczą.

Niemiecka hiperinflacja z lat 1920-23 pokazała, jak nie należy postępować z powojenną nadwyżką pieniądza. Reforma monetarna przeprowadzona 20 czerwca 1948 roku pod silnym amerykańskim przywództwem przez zachodnich aliantów w kraju, który miał stać się

Republiką Federalną Niemiec, pokazała coś zupełnie przeciwnego. Naród niemiecki wiedział, że inflacja została stłumiona podczas II wojny światowej i że jego marki były bezwartościowe. W związku z tym nikt nie chciał przyjmować zapłaty w markach, a gospodarka stanęła w miejscu. Od maja 1945 roku normą stał się barter i alternatywne waluty (na przykład papierosy). Utrzymywana w tajemnicy do ostatniej chwili zamiana jednej marki niemieckiej na dziesięć marek Rzeszy natychmiast przywróciła zaufanie i uwolniła potencjał produkcyjny Niemiec. <sup>xxxix</sup>

Następstwa II wojny światowej zmyliły oczekiwania deflacyjne Keynesa i jego współczesnych. Natychmiastowy początek zimnej wojny i jej wczesne punkty zapalne, takie jak blokada Berlina (czerwiec 1948-maj 1949) oraz wojna koreańska (1950-1953), mogły złagodzić, przynajmniej częściowo, problemy z odbudową, które zwykle towarzyszą powrotowi do pokoju. Co więcej, wyciągnięto pewne wnioski z błędów politycznych popełnionych po I wojnie światowej: plan Marshalla sprawił, że dyskusje o reparacjach stały się bezprzedmiotowe; przynajmniej w zachodniej części Europy udało się poskromić przekleństwo hiperinflacji.

### Ryzyko pyrrusowego zwycięstwa

Na polach bitewnych, przy wsparciu NATO, dzięki odwadze i pomysłowości Ukrainy udało się powstrzymać, a nawet częściowo odeprzeć rosyjską agresję. Jednak z wojskowego i politycznego punktu widzenia czas trwania i wynik konfliktu pozostają niepewne. Ostatecznie Ukraina może odnieść pewne cenne korzyści z członkostwa w UE i NATO. Natomiast z pewnością, oprócz ofiar w ludziach, koszty wojny dla Ukrainy są już teraz niebotycznie wysokie. Szacuje się, że PKB Ukrainy skurczył się o jedną trzecią. Prawie jedna piąta jej ludności uciekła do Europy Zachodniej. Inflacja sięga 26,6% rocznie. Ponadto jej sieć energetyczna jest w znacznym stopniu zniszczona; jej deficyt handlowy wynosi co najmniej 5,5% PKB; zadłużenie zewnętrzne brutto co najmniej 85%; deficyt budżetowy co najmniej 11%, a dług publiczny co najmniej 65%; jej waluta również straciła jedną piątą wartości. Jednocześnie Rosja nie zgodzi się łatwo na jakiegokolwiek reparacje wojenne. Bez ekonomicznego i finansowego wsparcia ze strony członków NATO, w postaci nowego planu Marshalla, Ukrainie grozi pyrrusowe zwycięstwo. Ale cena, jaką zapłacą jej Sojusznicy, będzie warta zapłacenia.

Jak zawsze, oceny podlegają poniższemu wyłączeniu odpowiedzialności.

### OŚWIADCZENIA DOTYCZĄCE PRZYSZŁOŚCI

Niniejszy dokument zawiera oświadczenia dotyczące przyszłości, takie jak prognozy czy przewidywania, które opierają się na bieżących poglądach i założeniach kierownictwa i które podlegają znanym i nieznanym ryzykom i niepewnościom. Rzeczywiste wyniki, dane czy zdarzenia mogą odbiegać znacząco od przewidywanych czy domniemywanych w takich oświadczeniach prognostycznych.

Różnice mogą wynikać ze zmian czynników, między innymi: (i) ogólnej sytuacji gospodarczej i konkurencyjnej w kluczowej działalności i na kluczowych rynkach Allianz, (ii) wyników na rynkach finansowych (szczególnie w zakresie zmienności, płynności, zdarzeń kredytowych), (iii) częstotliwości i wagi zdarzeń szkodowych, w tym w odniesieniu do szkód wynikających z katastrof naturalnych, a także zmian w kosztach szkód, (iv) trendów poziomów umieralności i zachorowalności, (v) poziomu odporności, (vi) poziomu braku płatności - szczególnie w segmencie bankowości, (vii) poziomu stóp procentowych, (viii) kursów walutowych, szczególnie EUR/USD, (ix) przepisów prawnych i regulacji, szczególnie podatkowych, (x) wpływu przejęć, w tym kwestii związanych z integracją i reorganizacją oraz (xi) ogólnych warunków konkurencyjnych w zakresie lokalnym, regionalnym, krajowym i/lub globalnym. Wiele z tych czynników może cechować się zwiększonym prawdopodobieństwem wystąpienia lub wyższą wagą skutków ich wystąpienia w przypadku wystąpienia ataków terrorystycznych i ich konsekwencji.

### BRAK OBOWIĄZKU AKTUALIZACJI

Spółka nie jest zobowiązana do aktualizacji żadnych prognoz czy oświadczeń dotyczących przyszłości zawartych w niniejszym raporcie, za wyjątkiem informacji, których ujawnienia wymagają przepisy prawa.

Allianz Trade stanowi znak towarowy służący do oznaczenia zakresu usług świadczonych przez Euler Hermes.



- 
- i Szereg kluczowych ukraińskich i rosyjskich gospodarczych i finansowych szeregów czasowych nie było aktualizowanych od lutego 2022 r..
- ii Norman Angell, (1909), *The Great Illusion, A Study of the Relation of Military Power to National Advantage*, Bottom of the Hill Publishing.
- iii NBER Macroeconomy database
- iv Fernand Braudel and Ernest Labrousse, (1979), *Histoire économique et sociale de la France*, Presses Universitaires de France.
- v FT, 28/10/2022.
- vi Jean-Pierre Patat, Michel Lutfalla, (1986), *Histoire monétaire de la France au XXème siècle*, Economica.
- vii Fernand Braudel and Ernest Labrousse, (1979), *Histoire économique et sociale de la France*, Presses Universitaires de France.
- viii Charles P. Kindleberger, (1986), *The World in Depression, 1929-1939*, Basic Books.
- ix Nicholas A. Lambert, (2012), *Planning Armageddon: British Economic Warfare and the First World War*, Harvard University Press.
- x FT, 05/09/2022 and 28/09/2022.
- xi FT, 28/11/2022.
- xii NBER Macroeconomy Database.
- xiii Fernand Braudel and Ernest Labrousse, (1979), *Histoire économique et sociale de la France*, Presses Universitaires de France.
- xiv John M. Keynes, (1924), *A Tract on Monetary Reform*.
- xv John M. Keynes, (1939), *How to pay for the war in Essays in Persuasion*, Cambridge University Press.
- xvi IMF Working Paper/22/187, (2022), *Excess Profit Taxes : Historical Perspective and Contemporary Relevance*.
- xvii Jean-Pierre Patat, Michel Lutfalla, (1986), *Histoire monétaire de la France au XXème siècle*, Economica.
- xviii NBER Macroeconomy Database.
- ix Bruno Théret, (2007), *La monnaie dévoilée par ses crises*, Editions de l'Ecole des Hautes Etudes en Sciences Sociales.
- xx Charles P. Kindleberger, (1986), *A Financial History of Western Europe*, Oxford University Press.
- xxi David Ricardo (1811), *The High Price of Bullion*, University Press of The Pacific.
- xxii Richard Roberts (2014), *Saving the City: The Great Financial Crisis of 1914*, Oxford University Press.
- xxiii Costantino Bresciani-Turoni (1937), *The Economics of Inflation*, Augustus M. Kelley.
- xxiv 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.
- xxv Jean-Pierre Patat, Michel Lutfalla, (1986), *Histoire monétaire de la France au XXème siècle*, Economica.
- xxvi Bruno Théret, (2007), *La monnaie dévoilée par ses crises*, Editions de l'Ecole des Hautes Etudes en Sciences Sociales.
- xxvii FT, 20/10/2022.
- xxviii John M. Keynes, (1939), *How to pay for the war in Essays in Persuasion*, Cambridge University Press.
- xxix Charles Gide, Charles Rist, (1944), *Histoire des idées économiques*, 6ème édition, Dalloz.
- xxx John Stuart Mill, (1848), *Principles of Political economy*, Augustus M. Kelley.
- xxxi Charles P. Kindleberger, (1986), *The World in Depression, 1929-1939*, Basic Books.
- xxxii John M. Keynes, (1919), *The Economic Consequences of the Peace*.
- xxxiii Etienne Mantoux, (1946), *The Carthaginian Peace or the Economic Consequences of Mr Keynes*, Oxford University Press.
- xxxiiii FT, 8/5/2022.
- xxxv FT, 30/11/2022.

---

xxxvi Jean-Pierre Patat, Michel Lutfalla, (1986), Histoire monétaire de la France au XXème siècle, Economica.

xxxvii Costantino Bresciani-Turoni (1937), The Economics of Inflation, Augustus M. Kelley.

xxxviii Alfred Sauvy (1965), Histoire économique de la France entre les deux guerres, Economica

xxxix Jacques Rueff (1953), La résurrection de l'Allemagne, Revue des Deux Mondes.