



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**WAR BONDS: ECONOMIA DI GUERRA TRA IERI
E OGGI**

**WAR BONDS: WAR ECONOMY BETWEEN
YESTERDAY AND TODAY**

Relatore:

Prof.ssa Mazzoli Camilla

Rapporto Finale di:

Paolini Giulia

Anno Accademico 2025/2026

INDICE

INTRODUZIONE	1
CAPITOLO 1: WAR BONDS NATURA, FUNZIONE E SIGINIFICATO.....	4
1.1. COSA SONO I <i>WAR BONDS</i>	4
1.2. STRUMENTO DI PROPAGANDA E FIDUCIA POLITICA	6
1.3. FUNZIONI ECONOMICHE E SOCIALI	8
CAPITOLO 2: EVOLUZIONE STORICA	12
2.1. LA PRIMA GUERRA MONDIALE	12
2.1.1 Stati Uniti: i Liberty Bonds.....	14
2.1.2 Canada.....	15
2.1.3. Interpretazione di Tobias Jopp	17
2.2 LA SECONDA GUERRA MONDIALE (CASO USA)	20
2.2.1. Il periodo post-bellico	24
CAPITOLO 3: I WAR BONDS IN EPOCA MODERNA, IL POTERE DEL DEBITO	
SOVRANO	27
3.1. CONFLITTO RUSSO-UCRAINO: I <i>WAR BOND</i> DELL'UCRAINA	28
3.2. I <i>WAR BONDS</i> ISRAELIANI.....	30
3.3. LE NUOVE GUERRE FINANZIARIE	34
CONCLUSIONI.....	36

<i>BIBLIOGRAFIA</i>.....	39
---------------------------------	-----------

<i>SITOGRAFIA</i>.....	41
-------------------------------	-----------

INTRODUZIONE

Il finanziamento della guerra è uno dei cardini della finanza pubblica, in condizioni di conflitto lo Stato deve saper reperire le risorse necessarie in tempi rapidi preservando stabilità economica e consenso politico.

Le leve a disposizione sono tre: tassazione, emissione di debito e creazione di moneta.

Ciascuno dei quali comporta dei trade-off: l'aumento delle imposte consente di reperire in breve tempo le risorse necessarie a discapito del sostegno popolare; la creazione di moneta è efficace nel breve periodo ma può alimentare pressioni inflazionistiche e svalutazione nel medio-lungo termine; l'emissione di debito consente di trasferire una parte del costo al futuro ma richiede credibilità istituzionale e capacità di mobilitare la fiducia popolare. In questo scenario si collocano i *War Bonds*, titoli di debito pubblico emessi per finanziare le spese belliche, caratterizzati dal fatto di essere sia strumenti finanziari che politico-sociali.

Le campagne di collocamento, infatti, trasformano l'acquisto in un atto pubblico di adesione, facendo leva su patriottismo e pressione sociale.

Il cittadino da semplice risparmiatore diventa parte integrante della mobilitazione complessiva, e della buona riuscita della campagna militare.

L'obiettivo di questa tesi è analizzare come i *War Bonds* siano uno strumento ibrido tra economia, propaganda e politica.

L'aspetto su cui ci si soffermerà è duplice: da una parte, quali funzioni economiche e sociali assolvono le obbligazioni; dall'altro, come i *War Bonds* possano diventare un indicatore del clima collettivo attraverso l'analisi delle aspettative sui tassi di interesse e sui prezzi.

Nel primo capitolo si definisce la natura, la funzione e il significato delle obbligazioni, evidenziandone l'utilizzo come strumento di propaganda politica e fiducia pubblica.

Il secondo capitolo ripercorre l'evoluzione storica dei *War Bonds* durante le due guerre mondiali e nel periodo post-bellico, in questo contesto verranno analizzati casi specifici come quello degli Stati Uniti, e verrà analizzato uno studio che collega l'andamento dei bond sul mercato alle aspettative riguardanti l'esito del conflitto.

Il terzo capitolo affronta l'epoca contemporanea in cui emergono differenze riguardanti le finalità e l'utilizzo delle obbligazioni di guerra. Si analizzeranno i *War Bond* emessi dall'Ucraina in conseguenza dell'invasione russa, e quelli emessi da Israele per sostenere i costi derivanti dall'occupazione della striscia di Gaza.

In merito a quest'ultima circostanza verrà affrontato anche il tema della finanza etica e delle responsabilità delle istituzioni finanziarie nelle situazioni di conflitto.

Infine, verrà indagata la nuova frontiera delle guerre finanziarie poiché in questo scenario debito sovrano, riserve, rating e flussi di capitale diventano parte integrante del conflitto geopolitico mondiale.

CAPITOLO 1: *WAR BONDS* NATURA, FUNZIONE E SIGNIFICATO

1.1. COSA SONO I *WAR BONDS*

I War Bonds sono titoli di debito pubblici emessi da uno Stato per finanziare le spese militari durante un conflitto.

Da un punto di vista tecnico sono obbligazioni: lo Stato, che assume il ruolo di debitore, prende in prestito il denaro dei cittadini e degli investitori, i quali diventano creditori, con la promessa di restituire il capitale iniziale alla scadenza ed in certi casi a pagare interessi a scadenze periodiche.

In generale si possono distinguere due forme principali:

- Obbligazioni zero coupon: emesse sotto alla pari e rimborsate alla scadenza al loro valore nominale
- Obbligazioni con cedola: prevedono il pagamento di interessi periodici a tasso fisso

I War Bonds si affermano durante la Prima guerra mondiale e nascono i *War Loans* britannici, i *Kriegsanleihen* tedeschi, gli *Emprunts de la Défense Nationale* francesi, i *Liberty Bonds* statunitensi ed i *Victory Loans* canadesi.

In generale sono caratterizzati da:

- Tassi fissi: generalmente tra il 3% e il 5%
- Scadenze medio-lunghe: dai 5 ai 30 anni

- Prezzo nominale ridotto: per consentire ai piccoli risparmiatori di partecipare, compresi bambini e anziani

Il loro rendimento a scadenza può essere calcolato attraverso la seguente formula:

$$YTM = \frac{C + \frac{M - P}{N}}{\frac{M + P}{2}}$$

Dove:

- YTM – *Yield to Maturity* (tasso di rendimento alla scadenza)
- C – cedola dell'obbligazione
- M – valore nominale
- N – numero di anni alla scadenza
- P – prezzo di acquisto

Le obbligazioni di guerra sono molto più di semplici strumenti finanziari: permettono allo Stato di finanziare la guerra senza ricorrere ad un aumento della pressione fiscale; consentono di controllare la domanda interna in quanto assorbono liquidità riducendo la domanda di beni e contengono la pressione inflazionistica tipica in tempo di guerra; infine coinvolgono finanziariamente ed emotivamente i cittadini nello sforzo bellico.

Le ricerche hanno sottolineato come questi strumenti sono stati un esperimento sociale e segnano, senza dubbio, l'inizio della finanza di massa e la cultura del "risparmio patriottico".

1.2. STRUMENTO DI PROPAGANDA E FIDUCIA POLITICA

"Il patriottismo non fu più soltanto un sentimento, ma un investimento a interesse fisso." (Olney, L. M. (2011). *The war bond story*).

Questa citazione riassume efficacemente il senso politico dei War Bonds. Ogni sottoscrizione è un vero e proprio atto pubblico di lealtà, una dichiarazione di appartenenza nazionale. Il cittadino risparmiatore viene trasformato in un "soldato del risparmio".

Per far sì che ciò accada gli Stati organizzano complesse campagne di propaganda finanziaria, ogni grande potenza crea dei veri e propri centri e dipartimenti dedicati, che fungono da centrali di marketing politico e finanziario.

In Gran Bretagna viene fondato il *National War Saving Committee*; negli USA il *Committee on Public Information* (CPI); in Germania il *Ministero della Guerra* e la *Reichsbank*.

La propaganda fa leva su una moltitudine di emozioni e motivazioni, le principali sono:

1. Il patriottismo familiare, attraverso l'immagine della moglie o della madre che comprano un bond per sostenere il marito o il figlio al fronte. Uno dei motti che accompagna queste campagne è: *"If you cannot fight, you can help your boy by investing in War Bonds."*
2. Il desiderio di vendetta: comprando un bond si sarebbe colpito il nemico con il proprio denaro
3. Competizione e pressione sociale: le città si sfidano su chi sottoscrive più titoli
4. Senso del dovere: comprare un titolo equivale a fare la propria parte
5. Paura: si avverte sulla possibilità di un'invasione nemica o su possibili bombardamenti

Un caso emblematico è quello degli Stati Uniti: vengono affissi migliaia di cartelloni e manifesti, vengono spediti opuscoli e celebrità come Charlie Chaplin, Mary Pickford e Douglas Fairbanks vengono arruolati per tenere comizi, spettacoli e film propagandistici.

Viene creata una raffigurazione di *Lady Liberty* come una giovane donna avvolta in un velo trasparente che da una parte incoraggiava i soldati e dall'altra invitata la popolazione a sottoscrivere i bond.

Dietro le quinte agiscono esperti come Edward Bernays, nipote di Sigmund Freud, che sperimenta tecniche basate sulla psicologia di massa.

Tutto ciò porta, nel breve periodo, ad un esponenziale vendita di War Bonds.

1.3. FUNZIONI ECONOMICHE E SOCIALI

Come già detto nei paragrafi precedenti i War Bonds hanno una duplice natura: sono da una parte strumenti finanziari che permettono allo Stato di raccogliere risorse per la Guerra, dall'altra sono strumenti sociali e politici che creano e misurano il consenso politico.

I metodi comuni per finanziare una guerra su cui uno Stato può far leva sono tre:

1. La tassazione
2. Emissione di debito pubblico
3. Creazione di moneta

L'aumento della pressione fiscale aumenta l'avversione alla guerra da parte dei cittadini in quanto percepiscono il sacrificio in modo diretto, ciò riduce il loro consenso, inoltre rende immediatamente visibile il costo del conflitto.

L'emissione dei titoli di guerra, al contrario, sposta nel futuro una parte del costo in quanto il rimborso avviene alla fine del conflitto, posticipa le conseguenze finanziarie negative e fa apparire il sacrificio come un investimento volontario e non come un'imposizione forzata.

Rispetto alla creazione di moneta il debito ha il vantaggio di mantenere visibile il costo della guerra. Le cedole, le campagne di sottoscrizione e i

certificati ricordano alla popolazione che il conflitto viene pagato anche con il risparmio privato.

Dal punto di vista degli investitori i War Bonds sono strumenti soggetti ad un rischio elevato direttamente proporzionale al loro rendimento, in particolare sono soggetti a tre tipi di rischi:

1. Rischio che lo Stato perda o vinca la guerra
2. Rischio di inflazione o svalutazione monetaria
3. Rischio di default parziale o totale dello Stato

Uno studio (Szkutnik, W., & Wyłuda, T. (2022). Effectiveness of investing in war bonds. *Scientific Journal of the Military University of Land*

Forces, 204(2), 214–221) condotto su sette paesi durante la Prima Guerra Mondiale mostra che con il proseguimento del conflitto i rendimenti delle obbligazioni aumentano, ma solo fino ad un certo livello oltre il quale rimangono stabili nonostante il rischio continui a salire.

Questo comportamento viene spiegato con il cosiddetto *effetto clientela*, ovvero la differenziazione di coloro che acquistano gli strumenti. Nelle prime emissioni comprano sia investitori orientati al profitto (*domanda di investimento*) sia cittadini mossi da motivazioni patriottiche (*domanda patriottica*).

Man mano che la guerra va avanti gli investitori orientati al profitto si ritirano e rimane la *domanda patriottica* che è meno sensibile al rapporto rischio/rendimento.

Le evidenze empiriche mostrano infatti che investire in War Bonds risulta poco redditizio in termini reali, in quanto molti titoli si collocano al di sotto della linea del *CAPM* (Capital Asset Pricing Model, rappresentazione grafica della relazione tra rendimento atteso e rischio sistematico di un investimento), apparendo inefficienti. Inoltre, solo una minoranza dei paesi riesce a rimborsare integralmente i debiti di guerra come Canada, USA e Regno Unito; ma per Paesi come l'Austria, l'Ungheria e la Germania, l'inflazione e la svalutazione riducono in modo drastico il valore effettivo dei rimborsi. Sul piano sociale le campagne di prestito sono pensate per coinvolgere soggetti che prima del conflitto, non hanno mai avuto un ruolo nei mercati finanziari come famiglie a reddito medio-basso, donne, bambini e anziani. La sottoscrizione avviene porta a porta tramite una rete di volontari e l'investimento diviene un atto di partecipazione civica ed eleva il singolo cittadino a cittadino-creditore.

Inoltre, recenti studi hanno dimostrato che la promozione dei War Bonds ha avuto conseguenze di lungo periodo sulla formazione delle identità politiche e

sulle coalizioni elettorali, come verrà analizzato in seguito per il caso degli Stati Uniti.

Le obbligazioni di guerra non sono quindi solo un capitolo di storia finanziaria ma sono un esperimento di mobilitazione totale in cui convivono economia, propaganda, psicologia e politica che si estende fino ai giorni d'oggi.

CAPITOLO 2: EVOLUZIONE STORICA

2.1. LA PRIMA GUERRA MONDIALE

La Prima Guerra Mondiale (1914-1918) rivoluzionò il funzionamento dell'economia e della finanza internazionale.

Prima del 1914 l'economia mondiale si fondava sul gold standard, ovvero sulla convertibilità in oro delle principali valute ad un tasso fisso, ciò assicurava un elevato grado di stabilità monetaria.

Con l'inizio del conflitto questo sistema entrò in crisi e le principali borse valori, tra cui Londra, Parigi e Berlino, chiusero o sospesero gli scambi, di conseguenza, anche i mercati obbligazionari subirono una grave discesa nei volumi di scambio.

In questo contesto, gli Stati sono obbligati ricorrere a nuove forme di finanziamento per sostenere ingenti spese belliche. Insieme all'aumento della tassazione e alla creazione di moneta, assunse un ruolo centrale l'emissione di debito pubblico ed in questo ambito si ha l'innovazione più significativa: la nascita delle obbligazioni di guerra, i cosiddetti *War Bonds*.

Alcuni esempi emblematici, citati in letteratura, sono i seguenti:

- Regno Unito:

Il Tesoro britannico emise una serie di *War Loans* collocati sia presso investitori istituzionali sia presso il pubblico. Con queste emissioni si

finanziarono circa tre quarti delle spese militari. Il primo prestito risale al 1914 e offriva un tasso di interesse del 3,5%; tuttavia la crescente necessità di capitali portò ad un progressivo aumento del tasso, fino al raggiungimento del 5% nelle emissioni successive.

Sul piano sociale la sottoscrizione dei War Bonds fu accompagnata da un'ampia e capillare campagna propagandistica coordinata dal *National War Saving Committee*, che presentava l'investimento come un dovere patriottico oltre che come un'opportunità finanziaria.

- Francia:

La Francia fece ricorso ad una combinazione di credito interno ed esterno; tra il 1915 e il 1918 vennero lanciati quattro grandi prestiti obbligazionari, noti come *Emprunts de la Défense Nationale*.

Anche in questo caso, il prestito veniva presentato come uno strumento per difendere la Repubblica e la libertà nazionale e si organizzarono vere e proprie giornate patriottiche del risparmio per incoraggiare i cittadini a partecipare alla sottoscrizione.

- Germania:

La Germania emise nove prestiti di guerra chiamati *Kriegsanleihen*, distribuiti attraverso banche statali e private.

2.1.1 Stati Uniti: i Liberty Bonds

Gli Stati Uniti entrarono formalmente in guerra nel 1917, ma già da diversi anni erano i maggiori fornitori di credito agli Stati Alleati. Con l'ingresso nel conflitto il presidente Wilson dovette finanziare un ampio programma di riarmo e, unitamente con il Segretario del Tesoro William Gibbs McAdoo, si scelse di non ricorrere alla stampa di nuova moneta per scongiurare i gravi effetti inflazionistici già osservati dopo l'emissione dei *greenbacks*, banconote non coperte da riserva aurea, durante la Guerra Civile.

Si optò quindi per un piano di finanziamento basato su una combinazione di imposte e prestito pubblico.

Fu così lanciata una grande operazione di indebitamento attraverso la vendita di *Liberty Bonds* (obbligazioni della libertà). I titoli erano negoziabili, avevano cedole semestrali, una durata di 30 anni e un taglio minimo di 50 dollari. Si trattava però di un importo troppo alto per un cittadino medio, ragion per cui venne introdotto un piano a rate.

In particolare, anche la classe meno abbiente poteva acquistare dei *War Thrift Stamps* da 25 centesimi; sei di questi francobolli venivano scambiati con un *War Saving Certificate Stamp* da 5 dollari, che a sua volta poteva essere incollato su un *War Saving Certificate* fino a raggiungere il valore totale di 50

dollari, importo al quale il certificato poteva essere convertito in un *Liberty Bond*.

La prima campagna di sottoscrizione fu annunciata il 28 aprile 1917 con un'emissione di 2 miliardi di dollari ad un tasso di rendimento del 3,5% e registrò oltre 4 milioni di sottoscrizioni.

Nel corso del conflitto furono lanciate altre quattro campagne con rendimenti crescenti fino al 4,25%.

L'ultima campagna ebbe luogo dopo l'armistizio e venne denominata *Victory Loan*.

Complessivamente furono raccolti 17 miliardi di dollari e circa il 62% dei bond venne sottoscritto dal pubblico.

Questo dato riconferma l'efficacia della grandiosa campagna patriottica portata avanti dall'amministrazione.

2.1.2 Canada

Il Canada, quando entrò nella Prima Guerra Mondiale, aveva un'esperienza limitata in merito alla relazione tra finanza di guerra e inflazione.

Per gestire l'economia durante il conflitto vennero istituiti vari organismi di controllo, tra cui un Consiglio dei Supervisor del Grano e un Ufficio di Controllo Alimentare e del Carbone, con il compito di regolare la

distribuzione delle risorse e dei beni essenziali per contrastare eventuali fenomeni speculativi.

Sul piano finanziario la principale misura fu il decreto del 1917 che proibiva l'emissione di nuovi titoli da parte dei municipi e dei governi provinciali senza il consenso del Ministero delle Finanze. In questo modo si evitava che il debito locale disincentivasse il debito federale.

Il Canada riuscì a finanziare le spese militari tramite una combinazione di prestiti ed espansione monetaria.

Le banche acquistarono Buoni del Tesoro e sottoscrissero War Bonds, ma oltre la metà dell'aumento del debito sovrano fu collocata presso individui e istituzioni non finanziarie.

Il Ministero delle Finanze riteneva, infatti, che la funzione principale delle banche dovesse essere quella di fornire capitale circolante al commercio e all'agricoltura, piuttosto che assorbire debito pubblico.

Nel 1915 venne emesso un prestito pubblico con un rendimento del 5,5% e fu ampiamente sovrascritto dal pubblico.

Successivamente, nell'ottobre 1918 e novembre 1919, furono emanati due *Victory Loan* che portarono rispettivamente 690 milioni e 678 milioni di dollari canadesi.

Queste operazioni consolidarono il ricorso al mercato interno dei capitali come strumento di finanziamento della guerra.

2.1.3. Interpretazione di Tobias Jopp

Tobias Jopp nel suo libro *War, Bond Prices and Public Opinion*¹ analizza come l'opinione pubblica percepisse l'andamento della guerra, combinando strumenti quantitativi a dati sociopsicologici.

Secondo Jopp, i War Bonds offrono un comportamento economico misurabile che riflette percezioni e aspettative collettive, in quanto i movimenti dei prezzi e dei rendimenti dei titoli di stato (*sovereign bond prices*) incorporano, in parte, il morale e le valutazioni degli investitori circa l'esito del conflitto. Per condurre l'analisi, l'autore sceglie la Borsa di Amsterdam; in quanto i Paesi Bassi, rimasti neutrali durante il conflitto, rappresentavano una piazza finanziaria internazionale in cui venivano negoziati i titoli di Stato dei Paesi belligeranti.

¹ (Jopp, Tobias A., *War, Bond Prices, and Public Opinion. How Did the Amsterdam Bond Market Perceive the Belligerents' War Effort During World War One?*, Tübingen, Mohr Siebeck, 2021)

Ciò rendeva il mercato olandese un osservatorio delle aspettative sull'andamento della guerra.

I dati che utilizza sono i prezzi quotidiani e settimanali pubblicati nei listini della borsa; ma poiché nel 1914 le contrattazioni ufficiali furono sospese decide di includere anche le transazioni effettuate nel *grey market*, ovvero un mercato non ufficiale dove venivano scambiati i titoli di guerra di Gran Bretagna e Francia, in particolare il *British War Loan 5%* e il *French War Loan 5%*.

Jopp osserva che, durante il conflitto, si verificò una riduzione della gamma dei titoli negoziati in concomitanza ad un aumento della diversità geografica di quelli scambiati, ciò ad indicare che gli investitori cercavano di mantenere posizioni internazionali diversificando il rischio, nello specifico quello militare e politico.

I prezzi dei War Bonds, quindi, dipendevano in larga misura dalla percezione e dalla probabilità di vittoria del Paese emittente e dalla sua capacità di rimanere solvibile nei confronti dei creditori.

Sul piano metodologico lo studio si avvale di tecniche statistiche come l'*analisi dei breakpoints e modelli di volatilità* per individuare i momenti in cui i rendimenti dei titoli mostrano una discontinuità significativa.

In questo modo vengono identificati i *turning points*: date in cui la varianza della serie cambia in modo rilevante; tali variazioni vengono interpretate dall'autore come segnali di un cambiamento della fiducia collettiva.

La seguente Tabella II-1² illustra i *turning point* per i bond inglesi e francesi nel periodo 1917-1918:

Tab. II-1 - Turning points

English 5 % war loan		French 5 % war loan	
Turning point (dd/mm/yyyy)	Absolute change in estimated mean yield	Turning point (dd/mm/yyyy)	Absolute change in estimated mean yield
04/09/1917	-0.3 %	06/05/1916	-0.4 %
01/02/1917	+2.1 %	08/02/1917	+0.8 %
12/05/1917	-0.6 %	16/06/1917	+0.6 %
15/11/1917	+0.7 %	09/10/1917	+0.4 %
23/01/1918	+0.8 %	27/12/1917	+1.3 %
16/05/1918	+4.6 %	25/03/1918	+1.7 %
01/10/1918	-4.6 %	01/10/1918	-3.2 %

In generale, Jopp dimostra come le curve dei prezzi settimanali siano coerenti con la cronologia militare, alcuni esempi sono:

- *Reichsanleihe* (Germania):

Titoli relativamente stabili nel biennio 1914-15, che iniziano poi a registrare un calo costante e continuo dal 1916 al 1918, coerentemente al deterioramento della posizione militare tedesca.

² Fonte: T. A. Jopp, *War, Bond Prices, and Public Opinion*, p. 161.

- *War Loan* (Regno Unito) ed *Emprunt National* (Francia):

Subiscono una lieve caduta all'inizio del 1915, quando gli investitori compresero che la guerra sarebbe stata lunga; un successivo rialzo nel 1917 con l'entrata in guerra degli USA; nuova fase di debolezza nel biennio 1917-1918 in concomitanza della crisi russa e dell'offensiva tedesca; infine, una ripresa dei prezzi in vista della vittoria nell'autunno del 1918.

In conclusione, lo studio di T. Jopp sottolinea e dimostra che il prezzo di un titolo scende, non solo quando la situazione bellica peggiora, ma anche quando gli investitori si aspettano un peggioramento.

Ne deriva che i mercati dei capitali, in particolare quello dei War Bonds, possono essere considerati una fonte storica capace di riflettere il grado di fiducia o di pessimismo riposto nel sistema politico e finanziario di un Paese.

2.2 LA SECONDA GUERRA MONDIALE (CASO USA)

Alla fine della Prima Guerra solo tre dei sette Paesi coinvolti riuscirono a rimborsare integralmente i debiti derivanti dalla vendita dei War Bonds, a causa dell'elevatissima inflazione e della svalutazione della moneta. Questi ultimi due fenomeni portarono all'erosione del potere d'acquisto dei capitali investiti, fino a provocare, in alcuni casi, la quasi totale perdita del valore

reale delle obbligazioni. Ciò determinò una profonda perdita di fiducia da parte dei cittadini che videro compromessi la maggior parte dei propri risparmi.

Ne consegue che, durante la Seconda Guerra Mondiale, solo i paesi che avevano mantenuto l'impegno di rimborsare le obbligazioni della Prima Guerra riuscirono di nuovo a finanziare le loro operazioni militari tramite l'emissione di nuovi War Bonds.

Tra questi un ruolo centrale fu assunto dagli Stati Uniti, che non solo avevano rimborsato integralmente le obbligazioni, ma erano anche diventati i principali creditori del resto del mondo, con il dollaro che diventò la moneta di riferimento per gli scambi internazionali; pertanto, finanziarono il nuovo conflitto tramite l'emissione di titoli di guerra

I *Liberty Bond* emessi durante la Prima Guerra Mondiale erano strumenti negoziabili: il loro prezzo scendeva quando i tassi d'interesse aumentavano, determinando perdite per le famiglie che desideravano rivenderli prima della scadenza.

Alla luce di questa esperienza, durante la Seconda Guerra Mondiale, venne sviluppata una nuova serie di obbligazioni non negoziabili destinata ai risparmiatori individuali, denominate *War Saving Bonds*, mentre una quota

del debito pubblico continuò ad essere emessa in forma negoziabile, ma fu riservata alle istituzioni finanziarie.

Le nuove obbligazioni di guerra partivano da un taglio minimo di 25 dollari e garantivano una cedola semestrale del 2,9% se mantenute fino alla scadenza di dieci anni.

Qualora le famiglie avessero voluto venderli prima della scadenza, i titoli potevano essere riscattati ad un valore fisso e protetto dalle fluttuazioni dei tassi di interesse; oltretutto il *War Saving Staff* introdusse un piano di risparmio obbligazionario pari al 10% del salario dei lavoratori, trasformando l'acquisto dei War Bonds in un prelievo automatizzato sul reddito.

Le vendite iniziarono nel maggio 1941, quindi prima dell'entrata ufficiale in guerra dopo Pearl Harbor, segno che ci fu una preparazione finanziaria anticipata rispetto al coinvolgimento militare.

In totale si tennero otto campagne denominate *War loans* accompagnate, come in precedenza, da messaggi di propaganda e patriottismo.

La quarta campagna del 1944 affermava, ad esempio, quanto segue: "*To pass up the purchase of War Bonds is to deny yourself ownership of the most desirable and safest investment in the world today... To deny yourself that*

investment today is to miss the opportunity for guaranteeing the future security of your family, your children and your country.”³

Tra maggio 1941 e dicembre 1945 furono collocati circa 40 miliardi di dollari e le vendite nette rappresentarono il 9,7% del reddito personale netto.

L'emissione delle obbligazioni fu affiancata da misure di controllo sui prezzi e da politiche volte all'aumento del risparmio per limitare le pressioni inflazionistiche.

Ciò nonostante, come si può osservare nella Tabella II-2, le obbligazioni sottoscritte nel 1941 e mantenute fino alla scadenza risentirono dell'inflazione bellica e post-bellica:

Holding Period	Nominal Annual Return	Realized Real Annual Return
Dec '41 - Dec '51	2.900%	-2.478%
Jun '42 - Jun '52	2.900%	-2.004%
Dec '42 - Dec '52	2.900%	-1.711%
Jun '43 - Jun '53	2.900%	-1.397%
Dec '43 - Dec '53	2.900%	-1.461%
Jun '44 - Jun '54	2.900%	-1.402%
Dec '44 - Dec '54	2.900%	-1.210%
Jun '45 - Jun '55	2.900%	-1.052%
Dec '45 -Dec '55	2.900%	-1.021%

³ Traduzione: “Rinunciare all’acquisto di War Bonds significa negarsi la proprietà dell’investimento oggi più desiderabile e sicuro al mondo... Negarsi questo investimento oggi significa perdere l’opportunità di garantire la sicurezza futura della propria famiglia, dei propri figli e del proprio Paese.”
(G. Brunet, E. Hilt, M. S. Jaremski, *Inflation, War Bonds, and the Rise of Republicans in the 1950s*, NBER Working Paper 31969, 2023, p. 6.)

Tab. II-2: rendimenti annui reali per differenti date d'acquisto

I rendimenti reali negativi e la conseguente perdita del potere di acquisto furono una delusione per le famiglie, che consideravano i War Bonds un investimento sicuro. Ciò contribuì ad una progressiva perdita di fiducia nei confronti del governo federale.

2.2.1. Il periodo post-bellico

Negli anni successivi alla Seconda Guerra Mondiale, gli Stati Uniti si trovarono ad affrontare una situazione politica ed economica delicata, culminata nelle elezioni presidenziali del 1952, in cui i War Bonds giocarono un ruolo significativo.

Il biennio 1946-48 fu caratterizzato da una forte inflazione e dall'abolizione dei controlli sui prezzi imposti durante la guerra; tuttavia, molti osservatori, compresi i cittadini, si aspettavano che sarebbe seguita una fase di deflazione, come era accaduto dopo la Prima Guerra Mondiale.

Queste aspettative furono però smentite dall'inizio della guerra di Corea, che provocò un nuovo aumento dei prezzi e l'inflazione divenne uno dei temi centrali del dibattito pubblico e delle campagne presidenziali.

La perdita di fiducia nelle istituzioni e nel governo portò alla vittoria dei repubblicani con il nuovo presidente Eisenhower, dopo vent'anni di presidenti democratici.

Nello studio di Gillian Brunet, Eric Hilt e Matthew Jaremski viene mostrato come le contee che avevano investito maggiormente in War Bonds, avessero modificato il loro sostegno dai Democratici ai Repubblicani nel dopoguerra. Per analizzare la relazione tra War Bond e voto repubblicano, gli autori sviluppano la seguente equazione:

$$ShareRep_{ct} = \alpha + \beta(Bonds_c \times Postwar_t) + \gamma X_{ct} + \delta_{st} + \mu_c + \epsilon_{ct}$$

dove:

- $ShareRep_{ct}$ è la quota di voti di repubblicani nella contea c all'anno t ;
- $Bonds_c$ è la spesa pro-capite in War Bonds nella contea c ;
- $Postwar_t$ è una variabile dummy⁴ che assume il valore 1 dalle elezioni dal 1948 in poi;
- X_{ct} è un vettore di controlli soci-economici (reddito, struttura occupazionale, ecc.)
- δ_{st} e μ_c sono, rispettivamente, gli effetti fissi per stato-anno e contea;
- β cattura la variazione del voto repubblicano nel dopoguerra nelle contee che hanno acquistato più War Bonds, rispetto al periodo precedente.

⁴ Variabile dummy: variabile che prende il valore di 1 se una particolare caratteristica è vera, altrimenti ha valore 0

Prima della guerra il coefficiente β dell'equazione oscilla intorno allo zero, dopo la guerra invece i coefficienti diventano positivi e statisticamente rilevanti.

Gli elettori, in altre parole, reagiscono alla perdita di valore reale dei loro risparmi e attribuiscono la responsabilità di tale esito ai Democratici.

Si può quindi concludere che i *War Saving Bond*, oltre ad aver fornito risorse per finanziare il conflitto, contribuirono nel medio-lungo periodo, a creare una nuova base elettorale favorevole alla stabilità dei prezzi, e all'ascesa dei repubblicani con la vittoria di Eisenhower nel 1952.

CAPITOLO 3: I WAR BONDS IN EPOCA MODERNA, IL POTERE DEL DEBITO SOVRANO

I *War Bonds*, come visto nei Capitoli precedenti, sono caratterizzati da un forte coinvolgimento patriottico. Tuttavia, dopo il termine della Seconda Guerra Mondiale ricompaiono sotto altre vesti: non più come strumenti esplicitamente bellici ma come emissioni standard di debito sovrano che assumono, talvolta, funzione difensiva e/o patriottica del Paese emittente; in altre parole, la loro emissione non è più associata esplicitamente ad una data campagna militare.

Nel corso degli anni, nello specifico dal 1950 al 2025, abbiamo diverse emissioni di *War Bonds* con scopi diversi tra loro, alcuni esempi sono:

- Repubblica Popolare Cinese: emette i *People's Victory Bonds* (1950) con il fine di stabilizzare il mercato dei titoli in un contesto geopolitico conflittuale;
- Taiwan: emissione dei *Patriotic Bonds* (1950), caratterizzati da bassa liquidità e scadenze lunghe, allo scopo di assorbire il risparmio privato;
- India e Pakistan: nel 1965 durante la guerra indo-pakistana emettono rispettivamente strumenti di difesa, i *National Defence Gold Bonds* l'India, e i *Defence Saving Certificates* il Pakistan;

- Stati Uniti: dopo l'attacco dell'11 settembre 2001 hanno rinominato la Serie EE già esistente, in *Patriot Bond*, riprendendo quindi il senso patriottico delle due guerre mondiali, per finanziare in questo caso la lotta al terrorismo.

È necessario però sottolineare come anche nel mondo contemporaneo esistano esempi puri di *War Bonds*, che verranno trattati nei paragrafi successivi; in particolare le obbligazioni di guerra emesse dall'Ucraina e da Israele.

3.1. CONFLITTO RUSSO-UCRAINO: I *WAR BOND* DELL'UCRAINA

Nel 2022 l'Ucraina decide di riqualificare i titoli interni, chiamati *Domestic Government Debt Securities*, in obbligazioni di guerra denominati *Wartime Bonds* la cui finalità è quella di sostenere la spesa pubblica e militare per contrastare l'invasione russa.

Il Ministero delle Finanze (MoF) è l'emittente che organizza il collocamento tramite aste condotte con il supporto della *National Bank of Ukraine* (NBU), che è a sua volta acquista i bond per contenere i rischi inflazionistici e preservare la politica monetaria.

Il MoF in una scheda informativa indica un piano di aste settimanali e distingue tra due tipi di bond:

- *Discount Bond*: con una duration inferiore ad 1 anno e venduti sotto alla pari;
- *Coupon Bonds*: con una duration superiore ad 1 anno e cedole semestrali.

Nell'Aprile 2022 vengono emesse sei serie di *Wartime Bonds* che includono: quattro serie in grivnia Ucraina (UAH) con rendimento del 10-11%, una serie in dollari (USD) e una serie in euro (EUR), tutti caratterizzati da una scadenza che oscilla tra i 3 mesi ed 1 anno.

In totale vengono raccolti, per l'anno 2022, 152.390 milioni UAH, 1.929 milioni USD e 977 milioni EUR, con un rendimento massimo del 19,5%.

Un passaggio significativo avviene con l'introduzione di *Diia*, ovvero una piattaforma nazionale di e-governance, attraverso la quale è possibile acquistare i titoli di guerra, ciò ha consentito un programma *retail* che riduce la complessità e le commissioni, rappresentando quindi un moltiplicatore della domanda.

In conclusione, si può affermare che i *Wartime Bonds* ucraini assolvono una duplice funzione:

- Funzione fiscale: raccolgono risorse per sostenere lo Stato e le spese militari in un contesto critico;

- Funzione politico-simbolica: si integra la dimensione patriottica con la logica dell'investimento retail.

3.2. I *WAR BONDS* ISRAELIANI

Israele, dopo il 7 ottobre 2023, ha emesso una serie di *Saving Bond*, volti a raccogliere fondi sui mercati internazionali per il finanziamento di varie attività governative.

Le obbligazioni emesse hanno le seguenti caratteristiche:

- Obbligazioni a tasso fisso o variabile
- Obbligazioni in dollari, sterline, euro e altre valute
- Obbligazioni con cedola o zero coupon
- Obbligazioni con scadenze da 1 a 15 anni

Nel documento dello Stato di Israele non si fa un preciso riferimento al termine “*War Bond*”, tuttavia vengono elencati le finalità per cui saranno utilizzati i proventi, tra queste spicca la copertura per la difesa e la sicurezza nazionale, sottolineando che potranno essere adoperati per finanziare conflitti armati, sanzioni internazionali e attacchi informatici.

Inoltre, vengono compiutamente riportati anche i *Risk Factors* (fattori di rischio) che possono influenzare la capacità dello Stato di adempiere ai suoi

oneri di pagamento e viene citato l'impatto della guerra a Gaza sull'economia israeliana.

È indubbio quindi che l'emissione di titoli "standard" assuma una connotazione bellica per destinazione, dichiarata nei documenti dello Stato di Israele, pur senza esserci il richiamo al termine *War Bonds*.

In certi casi la comunicazione scelta dall'organismo "Israel Bonds" enfatizza apertamente la finalità di sostegno all'occupazione della striscia di Gaza, un esempio è la frase "Israel at War", che rimarca e conferma un elemento patriottico non sottovalutabile.

Lo Stato di Israele, da ottobre 2023 a gennaio 2025, ha emesso obbligazioni per un valore complessivo di 19,4 miliardi di dollari, ed i principali collocatori sono:

- Goldman Sachs: 7,23 miliardi di USD
- Bank of America: 3,63 miliardi di USD
- Deutsche Bank: 2,49 miliardi di USD
- BNP Paribas: 2 miliardi di USD

Inoltre, questi intermediari offrono servizi di *underwriting* ovvero una garanzia di collocamento, riducendo l'incertezza e facilitando l'accesso a una base di investitori molto ampia.

Un aspetto di rilevante importanza è rappresentato dalla domanda degli investitori istituzionali come fondi, assicurazioni e gestori, si stima che ci siano circa 20 principali investitori in Bond israeliani, tra i quali spiccano PIMCO, BlackRock, Bper Banca, Vanguard con un totale di acquisti per oltre 2,7 miliardi di dollari.

Nel documento rilasciato dallo Stato di Israele inoltre viene citato anche il problema di *political risk* menzionando procedimenti internazionali e mandati di cattura per l'attuale premier israeliano che possono avere implicazioni reputazionali sullo Stato.

Si può notare quindi come i *War Bonds*, in particolare quelli israeliani, siano un prodotto complesso a cui è connesso un rischio politico, geopolitico e di diritto internazionale.

Tuttavia, molti sistemi di screening, come i criteri ESG, non includono criteri sui diritti umani, ne consegue che il debito sovrano di Paesi affidabili che non sono sanzionati risultano appetibili anche in presenza di criticità politiche e umanitarie.

Si arriva quindi ad un intreccio inevitabile tra finanza ed etica che porta a chiedersi se ci sia una responsabilità degli intermediari riguardo l'occupazione della striscia di Gaza.

È doveroso precisare che in base ai principi guida delle Nazioni Unite e alle Linee guida OCSE sulla condotta d'impresa responsabile, le istituzioni finanziarie hanno la responsabilità di evitare relazioni finanziarie che possano causare o contribuire a impatti negativi, anche attraverso operazioni neutre. Ma l'aspetto etico si traduce anche in un rischio reputazionale e in alcuni casi in un rischio di contenzioso, un esempio eclatante è la sentenza dell'ottobre 2025 con la quale la banca BNP Paribas viene condannata per aver facilitato il genocidio in Sudan tra gli anni Novanta e i primi Duemila, attraverso servizi finanziari che violavano le sanzioni statunitensi.

Altri sono i *Blood Bond* bielorussi, obbligazioni emesse dal governo di Lukashenko per un totale di 1,25 miliardi di dollari, oppure gli *Hunger Bonds* emessi dal Venezuela e acquistati principalmente dalla Goldman Sachs per 2,8 miliardi di dollari, nel pieno della crisi umanitaria sotto il regime di Nicolas Maduro.

In sintesi, è possibile attestare che la neutralità degli intermediari e investitori finanziari è spesso solo apparente, poiché quest'ultimi possono diventare una parte funzionale alla sostenibilità economica del conflitto.

3.3. LE NUOVE GUERRE FINANZIARIE

Il XX secolo è stato caratterizzato dallo sviluppo della finanza globale e dalla nascita dei mercati obbligazionari, di conseguenza il debito pubblico è diventato lo strumento fondamentale delle potenze militari.

Oggi, nel XXI secolo, le *Bond Wars* ovvero le guerre obbligazionarie si combattono soprattutto nei mercati, nelle banche centrali e nelle agenzie di rating.

Il debito sovrano è diventato quindi una vera e propria arma e le guerre dei bond si sviluppano su due livelli:

- Livello macroeconomico: emissione e acquisto di debito sovrano come strumento per influenzare la geopolitica mondiale;
- Livello istituzionale: le banche centrali e le agenzie di rating decidono quanto uno Stato sia più o meno credibile agli occhi degli investitori.

Un esempio per comprendere meglio questo nuovo paradigma è dato dalla guerra tra Russia e Ucraina.

Le sanzioni finanziarie inflitte alla Russia, tra cui il blocco delle riserve, la sospensione dei sistemi di pagamento internazionali, sono diventate delle vere e proprie armi finanziarie.

I flussi di capitale ora seguono alleanze e rivalità geopolitiche, si tratta di un mondo caratterizzato da una bipolarità finanziaria: da una parte il dollaro e le

istituzioni occidentali come BCE e FED, dall'altro Cina, Russia e Paesi del Sud globale con banche e sistemi di scambio alternativi.

In questo contesto i mercati finanziari sono i teatri del conflitto geopolitico, i maggiori strumenti di guerra utilizzati negli anni sono:

- Attacchi speculativi contro valute o titoli sovrani (PIGS nel 2010);
- Congelamento di riserve e sanzioni finanziarie (Russia);
- Manipolazione delle aspettative e della percezione del rischio: le agenzie di rating come Standard & Poor's sono i giudici della solvibilità di un Paese, di conseguenza le decisioni di investimento dipendono da queste percezioni.

In un contesto, già ben delineato, si arriva addirittura ad un'automazione dei mercati e quindi ad una nuova dimensione di guerra economica.

Si può concludere quindi che la guerra dei bond rappresenta una sofisticata forma di conflitto i cui protagonisti sono la fiducia, il credito e gli investitori istituzionali.

CONCLUSIONI

L'analisi svolta conferma che i *War Bonds* sono strumenti complessi di raccolta del risparmio. In essi convivono obiettivi fiscali tra i quali finanziare la spesa militare e sostenere lo Stato; obiettivi macroeconomici come assorbire liquidità; ed infine obiettivi politici rafforzando la coesione nazionale e producendo consenso tra la popolazione.

La dimensione propagandistica con la quale vengono presentati i bond è parte integrante della riuscita di tale strumento, poiché viene ridotta la percezione di sacrificio monetario e l'atto di sottoscrizione è visto come una scelta volontaria e di supporto alla campagna militare del Paese emittente.

Durante la Prima Guerra Mondiale i *War Bonds* rappresentano il passaggio verso la finanza di massa; tuttavia, si è visto come per molte economie europee l'inflazione e la svalutazione abbiano minato la fiducia dei cittadini e la credibilità dello Stato.

Si è osservato poi come i *War Bonds* sono un termometro delle aspettative collettive; in quanto esiste ed è verificabile un collegamento tra il prezzo dei titoli e la probabilità percepita di vittoria del paese emittente, ciò si riflette ovviamente anche sui rendimenti dei bond.

La Seconda Guerra Mondiale, per quanto riguarda il caso degli Stati Uniti, mostra un cambiamento importante: per proteggere i risparmiatori dalle

oscillazioni di mercato e stabilizzare la domanda, i *War Bond* diventano strumenti retail non negoziabili.

Anche in questo caso però la promessa di sicurezza finanziaria si scontra con l'inflazione bellica e post-bellica, generando delusione e contribuendo ad un cambiamento della preferenza politica dei cittadini. Si è dimostrato, infatti, come i *War Bonds* abbiano influito qualitativamente e quantitativamente sulla vincita delle elezioni del 1952 da parte dei Repubblicani.

Durante il periodo contemporaneo la tesi evidenzia un'evoluzione ulteriore: i *War Bonds* riemergono sia in forma esplicita, come nel caso dei *Wartime Bond* dell'Ucraina, sia come debito sovrano standard che assume una valenza bellica per destinazione, come nel caso analizzato dei bond israeliani.

In questo nuovo scenario cresce la centralità e la responsabilità dei mercati internazionali e degli investitori istituzionali, rendendo difficile la separazione tra politica e geopolitica con innegabili ripercussioni riguardanti questioni di etica finanziaria.

Infine, il fenomeno delle guerre finanziarie per il quale si può concludere che nel XXI secolo il debito sovrano diventa parte della guerra stessa.

Sanzioni, congelamento di riserve, accesso ai sistemi di pagamento, agenzie di rating e decisioni delle banche centrali incidono sulla capacità di

finanziamento di un Paese e quindi sulla sostenibilità economica dei conflitti stessi.

In conclusione, è possibile affermare che i *War Bonds* sono strumenti caratterizzati da tre dimensioni: credito, fiducia e potere.

La finanza non è un ambito separato dalla politica ma un prolungamento della stessa.

BIBLIOGRAFIA

1. Brunet, G., Hilt, E., & Jaremski, M. S. (2023, December). *Inflation, war bonds, and the rise of Republicans in the 1950s* (NBER Working Paper No. 31969). National Bureau of Economic Research.
2. Mulder, N. (2018, February 8). *War finance* (Version 1.0). In *1914-1918-Online: International Encyclopedia of the First World War*. <https://doi.org/10.15463/ie1418.11220>
3. Olney, L. M. (1971). *The war bond story*. U.S. Savings Bonds Division.
4. Plambeck, C. C. B. (n.d.). *The sinews of war: Bond warfare in the twenty-first century* (SSRN working paper, abstract 3567062).
5. State of Israel. (2025, September 1). *Bond issuance programme: Prospectus*.
6. Sutch, R. (2016). Paying for World War I: The creation of the Liberty Bond. *Econ Focus*, First Quarter 2016, 28–31.
7. Tobias A. Jopp. (2021). *War, bond prices, and public opinion: How did the Amsterdam bond market perceive the belligerents' war effort during World War One?* Mohr Siebeck.
8. U.S. Treasury Department, War Finance Division. (1944, January 15). *Minute Man: 4th War Loan* (Vol. 3, No. 11).
9. BankTrack, & PAX. (n.d.). *Seven underwriters of “war bonds” instrumental in enabling Israel’s assault on Gaza, new research finds* [Press release].
10. Foxall, S., & Policino, L. (2025). *Sovereign retail debt programmes and instruments: A review of country practices* (OECD Working Papers on Sovereign Borrowing and Public Debt Management, No. 10). OECD. <https://doi.org/10.1787/e2a782d0-en>

11. Higgins, B. H. (1944). Lessons of Canadian finance in two world wars. In B. H. Higgins (Ed.), *Canada's financial system in war* (pp. 63–78). National Bureau of Economic Research.
12. Ministry of Finance of Ukraine. (2022). *Domestic government bonds issued during wartime: The way to support Ukraine*.
13. Stockholm Institute of Transition Economics (SITE). (2025, April). *Financing the Russian war economy* [Report]. Stockholm School of Economics.
14. Szkutnik, W., & Wyłuda, T. (2022). Effectiveness of investing in war bonds. *Scientific Journal of the Military University of Land Forces*, 54(2(204)), 214–221. <https://doi.org/10.5604/01.3001.0015.8974>

SITOGRAFIA

<https://www.valori.it/dossier/finanza-diritti-umani>

<https://altreconomia.it/war-bond-emessi-da-israele-dopo-le-proteste-bper-senelibera-senza-far-troppo-rumore/>

https://mof.gov.ua/en/ovdp?utm_source=chatgpt.com

https://mof.gov.ua/en/local_bonds_issued_during_the_war_time-572

https://mof.gov.ua/en/news/viiskovi_obligatsii_teper_mozhna_pridbati_u_kilka_klikiv_v_dii_investuite_u_prishvidshennia_peremogi_ukraini-3632

<https://profundo.nl/projects/funding-war-how-financial-institutions-fuel-israels-military-actions-in-gaza/>