

Cattedra

---

RELATORE

---

CANDIDATO

Anno Accademico

# **L'evoluzione della politica monetaria dal tasso di sconto allo Yield Curve Control**

INDICE

## **INTRODUZIONE**

### **CAPITOLO 1 - La politica monetaria e il ruolo dei tassi di interesse**

1. La politica monetaria e le Banche centrali
2. Gli strumenti tradizionali di politica monetaria
3. Gli strumenti di politica monetaria non convenzionale

### **CAPITOLO 2- Lo Yield Curve Control**

1. La curva dei rendimenti (Yield Curve)
2. Lo Yield Curve Control e l'esperienza della Banca del Giappone
3. Benefici e rischi del ricorso alla misura dello Yield Curve Control

## **CONCLUSIONI**

## INTRODUZIONE

Le Banche centrali utilizzano strategie di politica monetaria per mantenere la stabilità economica e finanziaria dei mercati e sostenere l'economia dei propri Paesi.

In particolare, di fronte a fasi di recessione, gli istituti centrali “operano” sulla massa monetaria per cercare di riattivare i consumi e gli investimenti. Tuttavia, ove le sole manovre sui tassi di interesse non sortiscano gli effetti sperati, le stesse autorità possono ricorrere a strumenti di intervento “non convenzionali”, elaborati proprio al fine di stimolare la ripresa economica.

In questo elaborato, viene analizzato in maniera approfondita lo strumento, non tradizionale, del controllo della curva dei tassi (Yield Curve Control) nell'esperienza della Bank of Japan, che ha adottato la misura con l'obiettivo di controllare il livello dei rendimenti lungo un tratto più ampio della curva dichiarando, in sintesi, di essere disposta ad acquistare qualsiasi quantità di titoli obbligazionari, con una determinata scadenza, ad un prezzo standard. Così facendo, il prezzo target della banca centrale diventa presto il prezzo di mercato, ed il rendimento scivola ai livelli voluti.

Più nel dettaglio, il primo Capitolo del presente lavoro si apre con una descrizione degli obiettivi delle Banche centrali che, oltre a mantenere la stabilità dei prezzi, dovrebbero contribuire alla realizzazione di una crescita economica equilibrata, di un'economia sociale di mercato fortemente competitiva volta alla piena occupazione e al progresso sociale, nonché di un elevato livello di tutela e di miglioramento della qualità dell'ambiente.

Successivamente, sono analizzati gli strumenti attraverso i quali avviene l'implementazione della politica monetaria, distinguendo gli stessi tra convenzionali e non convenzionali.

Il secondo Capitolo contiene, in apertura, una disamina delle caratteristiche dello yield curve.

Un approfondimento specifico è poi dedicato alla Bank of Japan, la prima Banca Centrale ad aver implementato lo Yield Curve Control (YCC), del quale sono infine identificati e analizzati benefici e rischi.

## **CAPITOLO 1 - La politica monetaria e il ruolo dei tassi di interesse**

### **1. La politica monetaria e le Banche centrali**

Negli ultimi decenni, l'economia mondiale ha attraversato profondi mutamenti strutturali.

Il calo della crescita potenziale, riconducibile al rallentamento della produttività, nonché, a fattori demografici ed alle conseguenze della crisi finanziaria globale vissuta e che stiamo vivendo, hanno “scompensato” i tassi di interesse reali di equilibrio.

Ciò ha ridotto il margine di manovra, per le Banche Centrali, nel perseguimento dei loro obiettivi attraverso l'esclusiva modifica dei tassi di interesse ufficiali; la modifica dei tassi non era più sufficiente, da sola, a perseguire gli obiettivi dati.

A ciò si deve aggiungere la globalizzazione, la digitalizzazione, la minaccia alla sostenibilità ambientale, nonché, i mutamenti del sistema finanziario che hanno posto ulteriori “paletti” per la conduzione della politica monetaria obbligando, quindi, le Banche Centrali all'adozione di strategie molto più articolate e complesse rispetto al passato.

Benché l'obiettivo primario delle autorità monetarie sia/era prioritariamente quello di mantenere la stabilità dei prezzi nell'area di propria competenza, le politiche economiche generali, proprio alla luce dei cambiamenti sopra descritti, non possono più prescindere dall'opportunità di includere, tra gli ulteriori scopi da realizzare, anche una crescita economica equilibrata, un'economia sociale di mercato fortemente competitiva, che vede come principio cardine e d'ispirazione, tra le altre, la piena occupazione e il progresso sociale, nonché, un elevato livello di tutela e di miglioramento della qualità dell'ambiente, ormai inscindibilmente legato alle economie di mercato e, quindi, alle politiche monetarie.

Per conseguire questi obiettivi, le Banche Centrali non possono ricorrere a strumenti impositivi che impongano regole in un mercato che, ormai, non è più “regolabile” con i precedenti strumenti, ma devono invece operare in conformità al principio di un'economia di mercato e, soprattutto, in un'economia globalizzata, in libera concorrenza, favorendo un'efficiente allocazione delle risorse.

## 2. Gli strumenti tradizionali di politica monetaria

Le Banche Centrali Nazionali (BCN), in genere, intraprendono transazioni con le istituzioni finanziarie operanti nei confini geografici delle rispettive giurisdizioni, attraverso una pluralità di meccanismi economici. Questo aspetto riveste un'importanza cruciale in relazione alla loro funzione di supervisione e controllo della politica monetaria all'interno delle nazioni a cui sono associate.

Nel contesto europeo, la Banca Centrale Europea (BCE) assume un ruolo preminente nella definizione e nell'attuazione delle politiche monetarie per la zona dell'euro. Per perseguire con efficacia gli obiettivi della politica monetaria, la BCE dispone di una serie di strumenti che possono essere suddivisi in tre categorie principali<sup>1</sup>:

In primo luogo, la BCE può influenzare il costo del denaro attraverso il tasso di interesse ufficiale, noto come tasso di interesse di riferimento. Questo tasso costituisce una leva chiave attraverso la quale la BCE cerca di regolare l'offerta di denaro all'interno del sistema finanziario, con l'obiettivo di mantenere la stabilità dei prezzi. Variando il tasso di interesse ufficiale, la BCE può incentivare o disincentivare l'indebitamento delle istituzioni finanziarie, influenzando così la quantità di moneta in circolazione;

In secondo luogo, la BCE può condurre operazioni di mercato aperto, che comportano l'acquisto o la vendita di titoli finanziari sul mercato. Queste operazioni influenzano direttamente la quantità di liquidità disponibile nel sistema finanziario, consentendo alla BCE di modulare l'offerta di denaro in risposta alle condizioni economiche prevalenti;

Infine, la BCE dispone del potere di stabilire requisiti di riserva obbligatori per le banche commerciali. Questi requisiti determinano la quantità di riserve che le banche devono detenere presso la BCE o presso le Banche Centrali Nazionali. Regolando i requisiti di riserva, la BCE può influenzare la capacità delle banche di concedere prestiti e, di conseguenza, l'espansione o la contrazione del credito nell'economia;

Questa gamma diversificata di strumenti, al fine di attuare con successo la politica monetaria nell'ambito della zona dell'euro, rappresenta gli strumenti principali attraverso cui la BCE cerca di raggiungere la stabilità dei prezzi e promuovere la

---

<sup>1</sup> Cfr. Strumenti convenzionali dal sito: <https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/strumenti-convenzionali/index.html?dotcache=refresh>

crescita economica all'interno della regione. La scelta e la gestione accurata di tali strumenti costituiscono una parte cruciale della missione della BCE nel mantenere la stabilità finanziaria e sostenere il benessere economico dei suoi membri, di seguito questi strumenti saranno analizzati con maggiore dettaglio:

(a) Le operazioni di mercato aperto, un pilastro fondamentale delle politiche monetarie delle Banche Centrali Nazionali (BCN), rappresentano una complessa serie di transazioni finanziarie che implicano l'acquisto e la vendita di titoli finanziari presso gli operatori del mercato. Queste operazioni si configurano come il principale strumento per dirigere l'andamento dei tassi di interesse, gestire le fluttuazioni temporanee di liquidità all'interno del sistema finanziario, nonché per modulare e influenzare la politica monetaria nel suo insieme.

L'esecuzione di tali operazioni si svolge in conformità con le direttive emanate dalla Banca Centrale Europea (BCE) e viene effettuata in maniera decentrata dalle diverse Banche Centrali Nazionali. La missione assegnata a queste ultime è quella di condurre transazioni nel mercato interbancario con l'intento di regolare la quantità di moneta in circolazione, un obiettivo di importanza cruciale per il mantenimento della stabilità economica e finanziaria all'interno delle rispettive giurisdizioni.

Tali operazioni possono essere condotte mediante aste standard, in cui la Banca Centrale può interagire con più controparti, oppure attraverso procedure bilaterali dirette a singoli operatori finanziari. Le istituzioni creditizie residenti nei paesi dell'Eurosistema che soddisfano i requisiti di idoneità e competenza tecnico-professionale possono partecipare a queste transazioni.

Le operazioni di mercato aperto possono essere suddivise in quattro categorie principali:

**Operazioni di Rifinanziamento Principale:** Queste operazioni, di solito con una durata settimanale, rivestono un ruolo di particolare rilevanza. Il tasso di rifinanziamento principale associato a tali operazioni costituisce un indicatore politico chiave della politica monetaria. L'assegnazione dei fondi avviene attraverso aste standard, marginali o competitive, in cui importo e tasso di offerta (TRP, Tasso di Rifinanziamento Principale) vengono stabiliti di volta in volta dalla BCE. Con tali operazioni, la Banca Centrale mira a correggere situazioni strutturali di carenza di liquidità.

**Operazioni di Rifinanziamento a più Lungo Termine:** Queste operazioni, condotte con frequenza mensile e durata trimestrale, forniscono liquidità al sistema per periodi più

estesi, evitando il bisogno di rinnovi settimanali. Poiché le aste si svolgono senza la fissazione di tassi di riferimento, il tasso di aggiudicazione non rappresenta un indicatore politico.

Operazioni di Fine Tuning: Queste operazioni non seguono un calendario o una scadenza standardizzata ma sono eseguite quando necessario, tramite aste rapide. Possono essere utilizzate sia per immettere che per assorbire liquidità e possono assumere varie forme contrattuali, tra cui operazioni temporanee, definitive, swap in valuta e raccolta di depositi a tempo determinato. I tassi associati a tali operazioni non riflettono la politica monetaria.

Operazioni di Tipo Strutturale: Queste operazioni non seguono un calendario predeterminato e possono essere effettuate mediante aste rapide o procedure bilaterali. Sono utilizzate per regolare la liquidità dell'Eurosistema nei confronti del sistema bancario a lungo termine. Ad esempio, la BCE potrebbe emettere certificati di debito a lungo termine per assorbire liquidità in eccesso, contribuendo così a mantenere la stabilità del sistema finanziario.

Le operazioni di mercato aperto costituiscono dunque una parte centrale e altamente sofisticata degli strumenti a disposizione delle Banche Centrali per perseguire gli obiettivi di politica monetaria, assicurando al contempo la stabilità economica e finanziaria delle rispettive giurisdizioni. Inoltre, esse rappresentano un contributo significativo alla comprensione degli sviluppi economici globali, influenzando l'andamento dei mercati finanziari a livello globale.

(b) Le operazioni su iniziativa delle controparti, un aspetto fondamentale delle transazioni interbancarie, offrono alle istituzioni finanziarie la flessibilità di attivare tali operazioni a loro discrezione. Queste operazioni, caratterizzate da una durata limitata di un giorno lavorativo, sono categorizzate in due principali tipologie:

1. Operazioni di Rifinanziamento Marginale: Queste operazioni permettono alle controparti bancarie di accedere rapidamente a liquidità a breve termine. Nello specifico, una banca (identificata come controparte) è in grado di ottenere finanziamenti presso la propria Banca Centrale Nazionale (BCN) con scadenza overnight, ovvero di un giorno, a un tasso di interesse prestabilito noto come Tasso di Rifinanziamento Marginale (TRM). Tuttavia, l'accesso a questa tipologia di operazione richiede che la banca depositi a titolo di garanzia una quantità adeguata di titoli finanziari, il cui valore disponibile nel proprio portafoglio costituisce il limite massimo di utilizzo per questa operazione. In altre parole, i titoli fungono da collaterale per

garantire l'operazione di rifinanziamento marginale.

2. Depositi Overnight presso la Banca Centrale: Questo secondo tipo di operazione comporta che una banca (nuovamente identificata come controparte) depositi fondi presso la propria Banca Centrale Nazionale (BCN) con scadenza overnight, cioè con una durata di un solo giorno lavorativo, a un tasso di interesse prefissato denominato Tasso di Deposito Overnight (TDO). A differenza delle operazioni di rifinanziamento marginale, in questo caso non è richiesta alcuna garanzia reale sotto forma di titoli finanziari. Il TDO costituisce il tasso di remunerazione che la banca riceverà per il deposito effettuato presso la BCN.

Queste operazioni, oltre a fornire un importante strumento di gestione della liquidità per le banche, svolgono un ruolo cruciale nel determinare le dinamiche dei tassi di interesse interbancari. L'attivazione di tali operazioni è guidata dalle esigenze specifiche delle controparti bancarie in termini di disponibilità di liquidità a breve termine e dalla percezione delle condizioni del mercato finanziario.

Inoltre, è fondamentale sottolineare che queste operazioni contribuiscono a definire il quadro generale delle politiche monetarie delle Banche Centrali, in quanto influenzano direttamente il costo del denaro nel sistema finanziario. Pertanto, la decisione di intraprendere operazioni di rifinanziamento marginale o di effettuare depositi overnight presso la Banca Centrale rappresenta una scelta strategica che le banche devono ponderare attentamente in base alle loro necessità finanziarie e alle condizioni del mercato monetario. La corretta comprensione e gestione di tali operazioni costituisce una componente essenziale della strategia finanziaria delle istituzioni bancarie nell'ambito del sistema monetario e finanziario.

(c) La riserva obbligatoria rappresenta un meccanismo cruciale nell'ambito delle politiche monetarie, consistente nell'obbligo imposto alle istituzioni bancarie di depositare una percentuale predeterminata delle proprie passività presso la banca centrale nazionale. La competenza per stabilire e gestire tale obbligo spetta alla Banca Centrale Europea (BCE), che, tuttavia, detiene il potere di concedere esenzioni in determinate circostanze debitamente motivate. L'adempimento di tale obbligo può avvenire direttamente attraverso il deposito presso la banca centrale nazionale o in modo indiretto attraverso un'istituzione finanziaria sottoposta anch'essa all'obbligo di riserva.

L'aggregato di passività soggetto a riserva obbligatoria è composto da depositi e titoli di debito emessi dalle banche. L'importo della riserva obbligatoria è calcolato

applicando aliquote specifiche alle passività registrate nel bilancio delle istituzioni bancarie, e tale importo viene depositato in un conto appositamente aperto presso la banca centrale nazionale. L'adempimento dell'obbligo di riserva è misurato in base alla media dei saldi contabili al termine di ogni giornata, mantenuti sui conti di riserva delle banche durante un periodo prestabilito, solitamente di durata di 6 o 7 settimane.

Il calendario dei periodi di mantenimento dell'obbligo di riserva è stabilito periodicamente dalla BCE, tenendo conto delle condizioni economiche e finanziarie del momento. Tuttavia, è importante notare che il 21 dicembre 2022 è stato introdotto un cambio significativo nella remunerazione della riserva obbligatoria, legando il tasso di interesse applicato a tale riserva al tasso praticato sulle operazioni di deposito overnight presso la banca centrale. Questo collegamento tra il tasso di remunerazione della riserva obbligatoria e il tasso di interesse overnight riflette la dinamica delle condizioni monetarie e fornisce un incentivo per le istituzioni bancarie a gestire in modo ottimale la propria liquidità.

Infine, è importante sottolineare che la BCE, in caso di mancato rispetto degli obblighi di riserva da parte delle istituzioni bancarie, è autorizzata a imporre sanzioni, come misura di incentivazione al pieno adempimento dell'obbligo. Queste sanzioni possono includere penali finanziarie o altre azioni coercitive, al fine di garantire che il sistema bancario mantenga una gestione adeguata della liquidità e contribuisca così alla stabilità finanziaria e monetaria nell'ambito dell'Eurosistema.

### **3. Gli interventi di politica monetaria non convenzionale**

L'utilizzo degli strumenti di politica economica di tipo non convenzionale è diventato di importanza cruciale soprattutto negli ultimi decenni.

Fino alla fine degli anni '90, il panorama delle politiche monetarie era caratterizzato principalmente dall'utilizzo degli strumenti comunemente noti come "tradizionali", i quali erano stati ampiamente descritti nel precedente paragrafo. Tali strumenti includevano il controllo dei tassi di interesse, la gestione delle riserve bancarie e il ricorso alle operazioni di mercato aperto come principali leve di intervento per la regolazione dell'attività economica e la stabilità dei mercati finanziari. Tuttavia, è emerso che queste misure, sebbene fossero state efficaci in molte circostanze, si sono rivelate insufficienti e inadeguate di fronte alle sfide presentate dalle più recenti crisi economiche globali.

Le crisi economiche verificatesi a partire dalla fine degli anni '90 hanno manifestato una portata e una complessità senza precedenti, coinvolgendo l'intera economia mondiale in un contesto di interconnessione sempre più stretta tra i mercati finanziari internazionali. Questi eventi hanno messo in luce la necessità impellente di rivedere e adattare le strategie di politica monetaria, al fine di affrontare in modo efficace gli shock economici su scala globale.

L'ampiezza e la rapidità con cui tali crisi si sono diffuse hanno sottolineato l'importanza di una maggiore flessibilità e di nuovi approcci nella conduzione delle politiche monetarie. Le banche centrali e le autorità di politica monetaria sono state costrette a riconsiderare il loro ruolo e a sviluppare nuove strategie che potessero affrontare le sfide emergenti in un mondo finanziario sempre più interconnesso e complesso.

In questo contesto, sono emersi diversi approcci innovativi, tra cui l'adozione di politiche monetarie non convenzionali, come la cosiddetta "quantitative easing", la riduzione dei tassi di interesse a livelli prossimi allo zero e l'adozione di strumenti di comunicazione strategica per influenzare le aspettative dei mercati e degli operatori economici. Questi approcci hanno aperto nuove strade nella gestione delle politiche monetarie e hanno richiesto una revisione approfondita delle teorie e delle pratiche tradizionali.

In sintesi, l'evoluzione delle politiche monetarie dalle strategie tradizionali a quelle più innovative è stata una risposta necessaria alle sfide globali che hanno caratterizzato le ultime decadi. Questa trasformazione ha evidenziato la capacità di adattamento delle autorità di politica monetaria di fronte a un ambiente economico in continua evoluzione, sottolineando l'importanza di una ricerca continua e di una comprensione approfondita dei meccanismi finanziari e macroeconomici per affrontare le sfide del mondo moderno.

Significativa appare, al riguardo, una definizione di Bini Smaghi sulle politiche non convenzionali, le quali vengono identificate come strumenti che puntano «direttamente ai costi e alla disponibilità di finanziamenti esterni per le banche, le economie domestiche e le società non finanziarie»<sup>2</sup>.

Tali finanziamenti, sotto forma di prestiti, titoli a reddito fisso o azioni, consentono alle banche di acquisire liquidità.

---

<sup>2</sup> Cfr. Bini Smaghi, L. (2009). Conventional and unconventional monetary policy. Discorso all'International Center for Monetary and Banking Studies (IMCB). Ginevra

Si rappresenta che c'è una definizione univoca di strumenti non convenzionali di politica monetaria sebbene, nei periodi di crisi, questi dovrebbero essere complementari rispetto alle misure convenzionali<sup>3</sup>.

Al contrario, è essenziale sottolineare la distinzione sostanziale tra politiche monetarie convenzionali e politiche non convenzionali, poiché quest'ultime rappresentano un approccio divergente e di particolare rilevanza nell'ambito delle strategie di politica monetaria. In particolare, le politiche monetarie non convenzionali emergono come una risposta strategica all'inefficacia delle misure convenzionali, spesso nell'ambito di contesti economici caratterizzati da crisi e sfide eccezionali.

Le politiche monetarie convenzionali si basano principalmente sulla manipolazione dei tassi di interesse di riferimento, attraverso l'adozione di strumenti di politica monetaria, come il tasso di sconto o il tasso di rifinanziamento principale. Questi strumenti convenzionali sono stati storicamente utilizzati dalle banche centrali per influenzare l'offerta di moneta, gestire l'inflazione e promuovere la stabilità economica. Tuttavia, in situazioni di crisi economica profonda o di tassi di interesse già prossimi allo zero, l'efficacia di tali strumenti può essere limitata o esaurita.

In risposta a questa sfida, le politiche monetarie non convenzionali rappresentano un approccio alternativo e innovativo. Queste politiche comprendono una serie di misure straordinarie, tra cui l'adozione del cosiddetto "quantitative easing" (QE), la riduzione dei tassi di interesse a livelli prossimi allo zero o addirittura negativi, e l'utilizzo di strumenti di comunicazione strategica per influenzare le aspettative dei mercati e degli operatori economici.

L'elemento distintivo delle politiche non convenzionali è la loro applicazione in periodi di crisi o di gravi disfunzioni del sistema finanziario, quando le misure convenzionali si rivelano inadeguate a raggiungere gli obiettivi prefissati dalla Banca Centrale, come la stabilità dei prezzi o la promozione della crescita economica. Le politiche non convenzionali sono finalizzate a fornire liquidità aggiuntiva al sistema finanziario, a stimolare la domanda aggregata e a favorire la ripresa economica.

Per cui, la differenza tra politiche monetarie convenzionali e non convenzionali risiede principalmente nell'approccio e nella portata delle misure adottate. Le politiche non convenzionali rappresentano un cambiamento significativo nel modo in cui le banche

---

<sup>3</sup> Banca Centrale Europea (2011, 4 novembre). The ECB and the sovereign debt crisis. Discorso di José Manuel González-Páramo al XXIV Moneda y Crédito Symposium a Madrid. Sito della Banca Centrale Europea. Consultato il 5 settembre 2017. Home > Media > Speeches > By date > 2011 > 4 November 2011.

centrali affrontano le sfide economiche straordinarie, dimostrando la loro flessibilità nell'adottare nuove strategie al fine di mantenere la stabilità finanziaria e monetaria in situazioni complesse e in evoluzione.

Un ulteriore elemento di differenziazione tra le politiche monetarie convenzionali e non convenzionali risiede nell'obiettivo temporale della loro influenza sui tassi di interesse. Nelle politiche monetarie convenzionali, le Banche Centrali esercitano la loro influenza direttamente sui tassi d'interesse a breve termine, regolando il costo del denaro nel mercato interbancario e di conseguenza influenzando il livello generale dei tassi d'interesse a breve scadenza. Al contrario, con le politiche monetarie non convenzionali, l'attenzione si sposta sui tassi d'interesse a lungo termine.

La distinzione tra i tassi d'interesse a breve e lungo termine è fondamentale, in quanto i tassi a breve termine tendono a riflettere le aspettative di politica monetaria a breve scadenza, mentre i tassi a lungo termine sono più influenzati dalle aspettative di crescita economica, inflazione e altri fattori macroeconomici a lungo termine. Le politiche monetarie non convenzionali cercano di modulare i tassi d'interesse a lungo termine attraverso l'acquisto o la vendita di titoli di stato a lunga scadenza o altri strumenti finanziari, influenzando così le condizioni finanziarie e creditizie nell'economia.

Nonostante questa differenza nell'approccio temporale, sia le politiche monetarie convenzionali che non convenzionali condividono un obiettivo comune: il controllo del livello dei prezzi. Entrambe cercano di mantenere la stabilità dei prezzi attraverso il monitoraggio e l'adeguamento delle condizioni monetarie, pur utilizzando strumenti e approcci differenti per raggiungere questo scopo.

Dopo aver delineato in modo generale le caratteristiche distintive delle politiche monetarie convenzionali e non convenzionali, è opportuno procedere a un'analisi più approfondita delle specifiche misure non convenzionali utilizzate dalle principali banche centrali. Questa analisi consentirà di comprendere meglio il funzionamento e l'efficacia di queste politiche straordinarie, offrendo così una visione completa delle strategie di politica monetaria adottate in risposta alle sfide economiche globali.

Usualmente, le misure di politica monetaria non convenzionale si suddividono in tre categorie, che si diversificano sia con riguardo al tipo di intervento che per il modo con

cui si realizzano gli effetti desiderati<sup>4</sup>:

(a) Il concetto di "Forward Guidance" o, in italiano, "Indicazioni Prospettiche," costituisce una componente di rilievo nelle strategie di politica monetaria adottate dalle banche centrali in tutto il mondo. Tale strategia si basa sulla comunicazione anticipata e trasparente da parte della banca centrale riguardo al suo futuro comportamento in relazione alle misure di politica monetaria. Queste comunicazioni mirano a fornire al mercato finanziario e al pubblico informazioni chiare e affidabili circa le intenzioni e le prospettive della banca centrale, allo scopo di influenzare le aspettative degli operatori economici e di contribuire al raggiungimento degli obiettivi di politica monetaria, con particolare attenzione alla stabilità dei prezzi.

Le informazioni divulgate tramite il Forward Guidance possono riguardare diversi aspetti:

**Prospettive Economiche:** La banca centrale può fornire previsioni e analisi sull'evoluzione futura del Prodotto Interno Lordo (PIL) o del tasso di inflazione. Queste previsioni contribuiscono a delineare una visione più chiara delle condizioni economiche future e delle aspettative della banca centrale riguardo all'andamento dell'economia. Tale comunicazione può aiutare a orientare le decisioni di investimento e di spesa delle imprese e dei consumatori.

**Impegno alla Stabilizzazione di Indicatori Specifici:** La banca centrale può impegnarsi a mantenere stabili o a raggiungere determinati indicatori economici, come i tassi di interesse o il livello di inflazione. Questo impegno viene trasmesso in modo esplicito per indicare che la banca centrale è disposta ad adottare misure adeguate per conseguire questi obiettivi. Ad esempio, può impegnarsi a mantenere i tassi d'interesse bassi per un periodo prolungato per sostenere la ripresa economica o a garantire che l'inflazione rimanga vicina a un certo livello obiettivo.

Le indicazioni prospettiche possono essere utilizzate in diverse fasi del ciclo economico. Durante periodi di crisi economica, possono essere volte a rassicurare i mercati finanziari e a stimolare la fiducia degli investitori, fornendo un chiaro segnale di impegno da parte della banca centrale per sostenere l'economia. Durante fasi di espansione economica, possono essere utilizzate per comunicare la volontà della banca centrale di evitare il surriscaldamento dell'economia e il superamento degli

---

<sup>4</sup> Dell'Ariccia, Giovanni, Pau Rabanal, and Damiano Sandri. 2018. "Unconventional Monetary Policies in the Euro Area, Japan, and the United Kingdom." *Journal of Economic Perspectives*, 32 (4): 147-72.

obiettivi di inflazione.

Per quanto descritto in precedenza, il Forward Guidance rappresenta una potente strategia di comunicazione utilizzata dalle banche centrali per orientare le aspettative degli operatori economici e influenzare le dinamiche dei mercati finanziari. La sua efficacia dipende dalla chiarezza, dalla coerenza e dalla credibilità delle comunicazioni effettuate dalla banca centrale, nonché dalla capacità di quest'ultima di adattare la sua politica in linea con quanto precedentemente indicato.

(b) Il Quantitative Easing (QE), noto anche come "alleggerimento quantitativo," costituisce una misura di politica monetaria adottata dalle banche centrali al fine di influenzare le condizioni finanziarie, stimolare lo sviluppo economico e, quando necessario, ridurre i tassi di interesse a lungo termine. Questa strategia implica l'acquisto su larga scala di una vasta gamma di attività finanziarie, principalmente titoli a lungo termine, con l'obiettivo di aumentare la quantità di moneta in circolazione nell'economia.

Nel contesto del Quantitative Easing, la Banca Centrale acquista inizialmente titoli di stato a breve scadenza, ma se questa prima fase non raggiunge gli obiettivi desiderati, procede successivamente all'acquisto di titoli a più lunga scadenza. Inoltre, il QE può includere anche l'acquisizione di crediti in sofferenza o partecipazioni in società private, ampliando così la gamma di attività finanziarie coinvolte nelle operazioni.

Gli effetti principali del Quantitative Easing possono essere riassunti nei seguenti punti:  
Innalzamento dei prezzi dei titoli: L'acquisto su larga scala di titoli da parte della Banca Centrale tende a innalzare i prezzi di tali titoli sul mercato. Questo fenomeno è noto come "compressione dei rendimenti," in quanto l'aumento dei prezzi dei titoli comporta una riduzione dei loro rendimenti effettivi.

Riduzione del rendimento dei titoli: La compressione dei rendimenti implica una riduzione dei tassi d'interesse a lungo termine sul mercato, il che può influenzare positivamente le condizioni di finanziamento per le imprese e le famiglie. Questo può promuovere investimenti e spesa, contribuendo alla crescita economica.

Rifornimento di liquidità per le banche: Il Quantitative Easing fornisce alle banche una maggiore liquidità attraverso l'acquisto di titoli. Questo può consentire alle banche di erogare prestiti a famiglie e imprese, sostenendo l'attività economica.

Inoltre, se gli interessi bancari sono legati all'andamento dei titoli acquistati dalla Banca Centrale, si verifica una riduzione sia degli interessi bancari che dei debiti delle famiglie e delle imprese, in termini reali. Ciò può tradursi in un aumento della capacità di spesa

delle famiglie e degli investimenti delle imprese.

Va notato che, oltre a questi effetti principali, il QE può avere conseguenze aggiuntive sul sistema finanziario e sull'economia, a seconda delle circostanze specifiche e delle strategie adottate dalla Banca Centrale. Ad esempio, le banche possono decidere di depositare la liquidità presso la Banca Centrale, specialmente in periodi di crisi economica, il che può comportare un impatto diverso sulla circolazione monetaria e sui tassi di interesse.

In sintesi, il Quantitative Easing è una potente misura di politica monetaria adottata dalle banche centrali per influenzare le condizioni finanziarie e sostenere l'attività economica. La sua efficacia e gli effetti complessivi dipendono dalla progettazione e dall'implementazione delle politiche, oltre che dalle dinamiche economiche e finanziarie circostanti.

(c) L'adozione dei tassi di interesse negativi rappresenta una misura di politica monetaria che si basa sulla creazione di un ambiente finanziario in cui le banche centrali impongono tassi di interesse negativi sulle riserve che le banche commerciali depositano presso di loro. Questa strategia è stata utilizzata come un'estensione delle politiche monetarie non convenzionali in un contesto di bassi tassi di interesse a breve termine e di bassa inflazione, al fine di raggiungere gli obiettivi di politica monetaria e stimolare l'attività economica.

L'obiettivo principale di questa misura è quello di disincentivare le banche commerciali dal mantenere ingenti quantità di riserve liquide in deposito presso la Banca Centrale. Tale disincentivazione si verifica attraverso l'applicazione di tassi di interesse negativi sulle riserve, il che rende costoso per le banche detenere tali riserve inattive. Di conseguenza, le banche sono incoraggiate a cercare alternative più redditizie, come il rilascio di prestiti o l'investimento in asset finanziari, al fine di evitare perdite finanziarie dovute ai tassi di interesse negativi.

Tuttavia, l'adozione dei tassi di interesse negativi non è priva di sfide e considerazioni critiche. Uno dei principali problemi associati a questa misura è il potenziale impatto negativo sulla redditività delle banche commerciali. L'applicazione di tassi negativi può erodere i margini di interesse delle banche, riducendo la loro capacità di generare profitti dalle operazioni di intermediazione finanziaria tradizionali. Questo può avere ripercussioni sul settore bancario nel suo complesso, influenzando la sua stabilità finanziaria e la sua capacità di sostenere l'attività economica.

Inoltre, l'efficacia dei tassi di interesse negativi come strumento di politica monetaria

può essere limitata, poiché esiste un "limite inferiore" teorico al quale i tassi di interesse non possono scendere senza comportare costi e sfide significative per il sistema finanziario. Al di sotto di determinati livelli, le banche potrebbero sperimentare una pressione eccessiva sui loro margini di profitto, e ciò potrebbe influenzare negativamente la loro capacità di erogare prestiti e sostenere l'economia.

In sintesi, l'adozione dei tassi di interesse negativi è una misura di politica monetaria che mira a stimolare l'attività economica attraverso l'incoraggiamento delle banche a concedere prestiti e investire, riducendo il valore delle riserve in deposito presso la Banca Centrale. Tuttavia, questa strategia non è priva di sfide, tra cui l'effetto negativo potenziale sulla redditività delle banche commerciali e il limite inferiore dei tassi di interesse che deve essere attentamente considerato dalle autorità di politica monetaria.

(d) Il Controllo della Curva dei Rendimenti, noto anche come Yield Curve Control (YCC), è una misura di politica monetaria adottata dalla Banca Centrale con l'obiettivo di gestire i tassi di interesse lungo un tratto più ampio della curva dei rendimenti, intervenendo direttamente sui titoli obbligazionari. Questa strategia implica che la Banca Centrale dichiari la sua disponibilità ad acquistare tutti i titoli obbligazionari con una determinata scadenza al fine di mantenere i rendimenti a un livello target prefissato. In sostanza, il prezzo target fissato dalla Banca Centrale diventa il prezzo di riferimento sul mercato, determinando di conseguenza il rendimento desiderato.

L'applicazione di questa misura è stata effettivamente implementata dalla Banca Centrale giapponese, la Bank of Japan (BoJ), nel 2016, fornendo un esempio concreto di come il Controllo della Curva dei Rendimenti possa essere utilizzato nella pratica. La BoJ ha utilizzato questa strategia come uno dei principali strumenti della propria politica monetaria.

Questo approccio presenta diverse implicazioni e considerazioni chiave:

**Stabilizzazione dei Rendimenti:** Il Controllo della Curva dei Rendimenti mira a stabilizzare i rendimenti dei titoli obbligazionari a una scadenza specifica. Ciò può essere particolarmente utile quando la Banca Centrale desidera influenzare i tassi di interesse a lungo termine per sostenere l'economia o raggiungere obiettivi specifici di politica monetaria.

**Determinazione del Livello dei Rendimenti:** La dichiarazione della Banca Centrale riguardo al suo impegno ad acquistare titoli a un prezzo target determina il prezzo di mercato e, di conseguenza, il livello dei rendimenti sui titoli obbligazionari coinvolti

nella misura.

Impatto sui Mercati Finanziari: Il Controllo della Curva dei Rendimenti può influenzare in modo significativo i mercati finanziari, poiché i partecipanti si adattano alle aspettative della Banca Centrale e agli obiettivi di rendimento da essa stabiliti. Ciò può avere un impatto sulle strategie di investimento degli operatori finanziari e sulla valutazione degli asset.

Esperienza della Bank of Japan (BoJ): L'esperienza della BoJ nella gestione della curva dei rendimenti fornisce un caso di studio interessante per comprendere come questa strategia possa essere implementata e i risultati che può generare.

Nel prossimo capitolo, sarà fornita un'analisi più dettagliata del Controllo della Curva dei Rendimenti, esplorando l'esperienza della Bank of Japan e le implicazioni più ampie di questa misura di politica monetaria.

## **CAPITOLO 2- Lo Yield Curve Control**

### **1. La curva dei rendimenti (Yield Curve)**

La curva dei rendimenti costituisce un elemento cruciale all'interno del sistema macroeconomico di una nazione poiché, in linea di principio, riflette il comportamento adottato dalla Banca Centrale in materia di politica monetaria. Questo strumento assume la forma di un grafico che visualizza i rendimenti associati ai titoli di stato in base alla loro scadenza, la quale generalmente si situa nell'intervallo compreso tra tre mesi e trent'anni. Di regola, all'interno di questa rappresentazione grafica, i rendimenti a lungo termine tendono ad essere superiori rispetto a quelli a breve termine, riflettendo la minore incertezza generalmente associata ai titoli a breve scadenza.

L'inversione della curva dei rendimenti, un evento raro, ma di grande significato, spesso presagisce l'avvicinarsi di una fase recessiva che, nella maggior parte dei casi, si concretizza entro un periodo di ventiquattro mesi. Numerosi fattori contribuiscono a determinare l'inclinazione della curva dei rendimenti, tra cui le aspettative del mercato, i premi per il rischio e le preferenze dei partecipanti al mercato.

Le cause sottostanti a tali variazioni sono comunemente identificabili in due categorie principali. In primo luogo, sono riconducibili ai premi per il rischio che gli investitori richiedono quando allocano capitali in obbligazioni a lungo termine, riflettendo il livello di incertezza e di volatilità associato a tali investimenti. In secondo luogo, sono influenzate dalle aspettative degli stessi operatori finanziari in merito ai futuri tassi di

interesse. Tali aspettative fungono da specchio delle proiezioni di mercato riguardanti vari indicatori, tra cui l'evoluzione dei prezzi, le condizioni economiche generali e le azioni della Banca Centrale.

Si può quindi concludere che l'interpretazione dell'inclinazione della curva dei rendimenti rappresenta una sfida complessa. Le sue fluttuazioni dipendono da una serie di variabili interconnesse e soggette a dinamiche mutevoli all'interno dei mercati finanziari e dell'economia. Pertanto, analizzare e comprenderne il significato richiede una profonda conoscenza dei meccanismi sottostanti e delle condizioni di contesto che possono influenzare tale strumento di valutazione fondamentale per la politica monetaria e l'analisi economica.

In linea generale, la curva dei rendimenti può assumere tre forme tipiche:

(a) L'andamento piatto della curva dei rendimenti rappresenta una configurazione atipica e rara, in cui i tassi di interesse a breve termine si collocano su livelli sostanzialmente paragonabili a quelli a lungo termine. Questa situazione è generalmente considerata transitoria e, solitamente, precede un'inversione dell'inclinazione della curva stessa, la quale può evolvere in una pendenza positiva o negativa. Tale fenomeno è significativo in quanto riflette le aspettative del mercato riguardo alle prospettive dell'attività economica.

In particolare, un andamento piatto della curva dei rendimenti suggerisce che gli operatori finanziari anticipano un possibile rallentamento dell'attività economica nel futuro prossimo. Questo scenario è spesso interpretato come un segnale di incertezza o di cautela nel mercato finanziario. La sua transitorietà indica che gli investitori ritengono che l'attuale condizione di equilibrio tra i tassi a breve e lungo termine sia destinata a cambiare, di solito in risposta a sviluppi economici o a politiche monetarie che influenzano le dinamiche dei tassi di interesse.

La configurazione di una curva dei rendimenti piatta può derivare da vari fattori, tra cui l'attuale bilanciamento tra domanda e offerta di titoli obbligazionari a diverse scadenze, le prospettive economiche incerte o una politica monetaria che ha ridotto al minimo l'espansione o la contrazione dei tassi di interesse a breve termine. Tuttavia, è importante sottolineare che questa condizione tende a cambiare nel tempo, e gli operatori finanziari monitorano attentamente l'evoluzione della curva dei rendimenti alla ricerca di segnali che indichino possibili cambiamenti nelle prospettive economiche e nelle politiche monetarie.

Da ultimo, una curva dei rendimenti piatta, sebbene insolita e temporanea, fornisce

preziose informazioni sulle aspettative del mercato riguardo all'andamento futuro dell'economia e della politica monetaria. La sua analisi richiede una comprensione approfondita delle dinamiche di mercato e delle variabili che possono influenzare la configurazione della curva stessa, rendendola un importante strumento di valutazione per gli operatori finanziari e gli analisti economici.

(b) Una curva dei rendimenti inclinata negativamente rappresenta un particolare schema in cui i tassi di interesse tendono a diminuire all'aumentare delle scadenze temporali dei titoli obbligazionari. In altre parole, i rendimenti offerti dai titoli a breve termine sono superiori a quelli associati ai titoli a lungo termine. Questa configurazione è di notevole interesse per gli analisti finanziari e i decisori di politica economica, poiché offre importanti indicazioni sulle aspettative future dei tassi di interesse, le condizioni economiche generali e le possibili evoluzioni della politica monetaria.

L'inclinazione negativa della curva dei rendimenti è spesso associata a diverse considerazioni economiche e finanziarie:

**Fase Economica Recessiva e/o Deflattiva:** Questa configurazione suggerisce che i mercati finanziari anticipano un periodo di debolezza economica o addirittura di recessione. In un contesto di incertezza economica, gli investitori tendono a cercare rifugio nei titoli a lungo termine, spingendo al ribasso i loro rendimenti.

**Aspettative di Politica Monetaria Espansiva:** L'inclinazione negativa può anche riflettere le aspettative dei partecipanti al mercato riguardo a misure di politica monetaria espansiva da parte della Banca Centrale. Queste politiche possono prevedere un ulteriore abbassamento dei tassi di interesse a breve termine per stimolare l'attività economica e contrastare eventuali pressioni deflazionistiche.

**Transitorietà dell'Inclinazione:** È importante notare che questa inclinazione negativa è spesso vista come una condizione temporanea. Gli operatori finanziari ritengono che, nel medio o lungo termine, le condizioni economiche e finanziarie si evolveranno, causando una possibile inversione dell'inclinazione della curva dei rendimenti.

L'interpretazione della curva dei rendimenti inclinata negativamente richiede una valutazione accurata delle variabili economiche e finanziarie in gioco. Gli analisti esaminano attentamente gli indicatori macroeconomici, le prospettive dell'attività economica e gli annunci della Banca Centrale al fine di comprendere meglio le dinamiche alla base di questa inclinazione. Questa analisi approfondita è cruciale per prendere decisioni informate sugli investimenti e per anticipare eventuali sviluppi nei mercati finanziari.

In conclusione, l'inclinazione negativa della curva dei rendimenti è un elemento di rilievo nell'ambito dell'analisi economica e finanziaria poiché offre preziose informazioni sulle aspettative dei mercati e sulle condizioni economiche future. La sua interpretazione richiede una conoscenza approfondita delle variabili sottostanti e delle dinamiche di mercato, al fine di prendere decisioni informate nell'ambito degli investimenti e delle politiche monetarie.

(c) L'inclinazione positiva della curva dei rendimenti, rappresentante la configurazione più comune, è caratterizzata da un aumento graduale dei tassi d'interesse al crescere delle scadenze temporali dei titoli obbligazionari. Questa inclinazione riflette principalmente due fattori fondamentali che riguardano la percezione del rischio da parte degli investitori e le aspettative di politica monetaria.

In primo luogo, l'inclinazione positiva si basa sul principio del "premio per il rischio". Gli investitori che decidono di impegnare il proprio capitale in investimenti a lungo termine, rinunciando alla liquidità immediata, richiedono un premio superiore in termini di rendimento rispetto a coloro che preferiscono investimenti a breve termine. Questo premio compensa il maggior rischio associato agli investimenti a lungo termine, come l'incertezza economica e la potenziale volatilità dei mercati.

In secondo luogo, le aspettative di un aumento futuro dei tassi d'interesse a breve termine giocano un ruolo significativo nell'orientare l'inclinazione positiva della curva dei rendimenti. Quando i mercati finanziari anticipano un'eventuale politica monetaria restrittiva da parte della Banca Centrale, che comporterebbe un aumento dei tassi d'interesse a breve termine, i rendimenti dei titoli a lungo termine aumentano per riflettere questa previsione. Questa prospettiva di politica monetaria restrittiva può emergere in contesti di forte crescita economica, quando la Banca Centrale cerca di contenere potenziali pressioni inflazionistiche innalzando i tassi d'interesse.

Di conseguenza, l'inclinazione positiva della curva dei rendimenti è spesso associata a una fase economica di ripresa ed espansione, in cui l'attività economica è in crescita e le aspettative di inflazione sono moderate. In questo contesto, gli investitori sono disposti a impegnarsi in investimenti a lungo termine e richiedono un premio per il rischio relativamente più basso rispetto a periodi di incertezza economica.

Tuttavia, è importante notare che la curva dei rendimenti può subire inversioni, passando da una configurazione positiva a una negativa, il che è stato osservato in molte occasioni storiche. Le inversioni della curva dei rendimenti sono state spesso associate a fasi economiche di crisi, con recessioni economiche che hanno seguito tali

inversioni. Ad esempio, negli Stati Uniti negli anni '70, periodi di crollo del PIL reale sono stati frequentemente preceduti da differenziali di rendimento (yield spread) negativi tra titoli a breve e lungo termine.

In sintesi, l'inclinazione positiva della curva dei rendimenti rappresenta una condizione finanziaria e economica tipica di periodi di crescita ed espansione economica, con investitori disposti a impegnarsi in titoli a lungo termine. Tuttavia, la storia ha dimostrato che questa inclinazione può invertirsi, portando con sé importanti implicazioni per le prospettive economiche future. Pertanto, il monitoraggio costante della curva dei rendimenti e delle variabili che la influenzano rimane una pratica essenziale nell'ambito dell'analisi economica e finanziaria.

Le uniche eccezioni hanno riguardato l'inversione della Yield Curve avvenuta nel 1998, che ha fatto seguito alla crisi finanziaria in Russia (la quale non ha, peraltro, comportato rilevanti modificazioni nel livello di output reale statunitense) e l'inversione e la recessione che ne è seguita nel 2019, indotte non da una debolezza intrinseca al sistema economico ma dagli effetti della pandemia di Covid-19.

In sostanza, l'inversione dello yield curve è una sorta di “termometro economico”, essendo considerato preciso indicatore di una recessione.

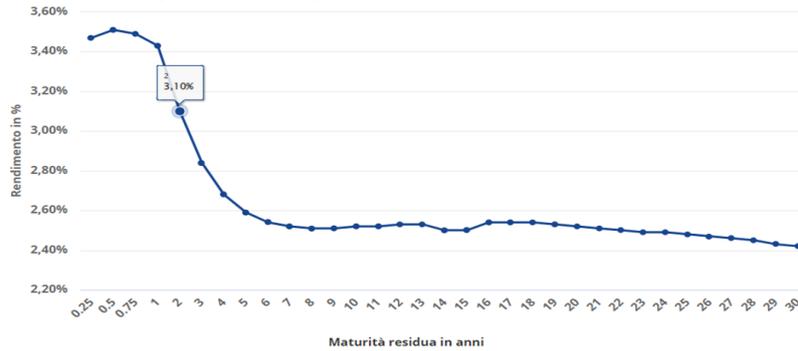
Proprio per tale motivo, infatti, la recente inclinazione delle curve dei rendimenti sta creando grande preoccupazione.

All'inizio di luglio, infatti, il mercato dei titoli del Tesoro degli Stati Uniti ha raggiunto il suo livello di inversione più profondo dal 1981, un periodo in cui il presidente della Fed, Paul Volcker, lottava per contenere l'inflazione.

Le cose non sono così diverse oggi e le curve dei rendimenti negli Stati Uniti, nell'Eurozona e nel Regno Unito riflettono le preoccupazioni dei mercati finanziari riguardo a una persistente inflazione che potrebbe indurre le banche centrali a far entrare le economie in recessione (nella Figura 1, è riportata la curva dei rendimenti della zona euro con dati aggiornati al 5 luglio 2023).

Figura. 1

Curva dei rendimenti per la zona euro: segnalazione di una recessione



Fonte: VanEck, dati aggiornati al 5 luglio 2023.

## Cosa dobbiamo aspettarci?

In un articolo di politica economica dello scorso giugno si legge:

«BCE e Fed questa settimana si preparano ad annunciare nuovi aumenti dei tassi di interesse, per frenare l’inflazione che corre, mentre la Bank of Japan manterrà un atteggiamento più cauto, confermandosi restia a rimuovere la sua politica accomodante e la politica del controllo della curva dei rendimenti (YCC). Decisioni che avranno un impatto sull’economia e sulla sostenibilità finanziaria di imprese e famiglie, sorprese da questi aumenti progressivi dei tassi dopo anni di tassi a zero»<sup>5</sup>.

Certamente, in questo elaborato, non è possibile ipotizzare scenari ed effetti che le due differenti impostazioni, almeno così parrebbe, delle economie delle più grandi Banche Centrali potrà o potrebbe portare al sistema economico mondiale, atteso che solo uno dei due modelli risulterà vincente.

Ma proprio sul punto si dovrebbe operare una riflessione circa la convenienza o meno di adottare politiche monetarie, alla fine, non “sovrapponibili” nel più generale interesse di un’economia sempre più globale, che non si può “chiudere in house” ma che, invece, ha necessità di espandersi oltre i propri confini di riferimento.

## 2. Lo Yield Curve Control e l’esperienza della Banca del Giappone

Il controllo della curva dei rendimenti presuppone che la banca centrale determini il tasso di interesse a lungo termine per una scadenza specifica della curva dei rendimenti dei titoli di Stato (ad esempio, obbligazioni a 3, 5 o 10 anni) e poi acquisti o

<sup>5</sup> Articolo reperibile sul sito: <https://www.veritaeaffari.it/economia/bce-fed-pronte-nuovo-rialzo-tassi-effetto-choc-mutui-25-luglio-2023/>

venta tutte le obbligazioni necessarie per raggiungere il tasso obiettivo.

Tale strumento fu adottato dalla Banca centrale del Giappone (BoJ) per far fronte alla grande instabilità economica e alle forti pressioni deflazionistiche che hanno caratterizzato il Paese.

Come vedremo meglio in seguito, dalla fine del 2016, la BoJ è passata dalla consueta politica di allentamento quantitativo (QE), misura di cui si è trattato nel precedente Capitolo, a una politica di controllo della curva dei rendimenti (YCC), in cui la banca cerca di mantenere il rendimento dei titoli di Stato a 10 anni bond (JGB) allo 0% per stimolare l'economia giapponese.

Ogni volta che il rendimento di mercato del JGB si discosta dal suo intervallo target, la Banca del Giappone acquista o vende obbligazioni per influenzare il rendimento. L'utilizzo di questo strumento ha influenzato in modo significativo il volume e la frequenza degli acquisti; dal 2016 fino all'inizio della pandemia, la Banca del Giappone ha infatti acquistato obbligazioni a un ritmo più lento rispetto al precedente programma di QE.

Per comprendere le motivazioni che hanno spinto la BoJ al ricorrere a politiche monetarie non convenzionali, occorre partire dalla fine del XIX secolo.

Il Giappone ormai da anni si trova in una fase di profonda crisi, che nessun Paese in tempo recenti ha mai affrontato.

Nel secondo dopoguerra, il Giappone ha sperimentato un periodo straordinario di crescita economica, che ha attirato l'attenzione a livello globale e lo ha posizionato come uno dei principali attori nell'economia mondiale. Questa straordinaria espansione economica ha permesso al Giappone di emergere come il principale contendente agli Stati Uniti per il ruolo di motore trainante dell'economia globale. Questo periodo di crescita esponenziale è stato caratterizzato da un marcato orientamento verso gli investimenti a lungo termine e ha influenzato significativamente la strategia di politica monetaria adottata dal Paese.

Durante questo periodo, il Giappone ha adottato una strategia economica incentrata sull'accumulo di capitale fisico e umano, investendo pesantemente in settori chiave come l'industria manifatturiera, la tecnologia, l'istruzione e l'innovazione. Questi investimenti mirati hanno contribuito in modo sostanziale alla rapida crescita dell'economia giapponese, consentendole di colmare gradualmente il divario con gli Stati Uniti e di affermarsi come un concorrente globale di rilievo.

Tuttavia, la fase di crescita esplosiva del Giappone ha subito una significativa

inversione di tendenza all'inizio degli anni Novanta. Questo periodo è stato caratterizzato da una serie di sfide economiche e strutturali, che hanno segnato l'inizio di una crisi profonda e persistente. La cosiddetta "crisi strutturale" ha presentato diverse sfaccettature, tra cui la stagnazione economica, la deflazione, l'invecchiamento della popolazione e la crescente pressione sul sistema pensionistico e sanitario.

Oggi, il Giappone continua a lottare per uscire da questa fase di stagnazione e affronta sfide significative legate all'equilibrio tra la spesa pubblica e la crescita economica, all'innovazione tecnologica e all'adattamento alle dinamiche demografiche in evoluzione. Il Paese ha sperimentato diverse iniziative di politica monetaria e fiscale per stimolare la crescita economica, ma ha incontrato ostacoli persistenti nel perseguire una ripresa sostenibile.

L'esperienza economica del Giappone, che ha conosciuto una crescita straordinaria seguita da una crisi profonda, rappresenta un caso di studio significativo nell'ambito dell'economia globale. La sua transizione da motore trainante dell'economia mondiale a una fase di stagnazione e riforme complesse offre importanti lezioni sulle sfide che possono emergere in un'economia avanzata e sulla necessità di adattarsi alle mutevoli condizioni globali.

Significativa è anche la crisi del mercato immobiliare dell'89 (la famosa "bolla speculativa"), che ricorda quella che si verificò in America nel 1929. Il paragone tuttavia si ferma qui, perché gli Stati Uniti avevano all'epoca un ruolo trainante sulla scena economica mondiale, diverso da quello limitato del Giappone.

Nel biennio '91- 92 si è assistito a una serie di eventi quali:

la mancata crescita del PIL (si passa dal 6% all'1,5%);

l'aumento costante e rapido della disoccupazione;

la deflazione.

Appare evidente, dall'analisi di questi eventi, come il tasso di interesse rivesta un ruolo di estremo rilievo nelle dinamiche di politica monetaria, tanto che il suo variare può rendere complessa e problematica l'economia di un Paese.

Per ovviare alla cronica crisi economica, agli inizi del 2000 il Giappone ha fatto ricorso agli strumenti di politica monetaria non convenzionali, la cui affidabilità risultò essere piuttosto limitata, non avendo una sufficiente esperienza in merito al bilanciamento degli interventi.

Infatti, il Giappone dovette affiancare, allo strumento del Quantitative Easing, anche

quello del Qualitative Easing, al fine di uscire dalla crisi.

Nel contesto di un Paese ancora in recessione, tra la fine del 2012 e la prima metà del 2013 il Governo, con lo scopo di ravvivare l'economia del Paese, ha presentato un ambizioso programma di intervento<sup>6</sup>, che si diramava in tre azioni politiche o "frecce": un forte alleggerimento monetario, una politica fiscale flessibile e delle riforme strutturali per facilitare la crescita potenziale.

La manovra economica tendeva ad eliminare la deflazione, ormai persistente, attraverso un "alleggerimento monetario", mentre, gli stimoli fiscali avrebbero dovuto abbassare i tassi di interesse reali e stimolare gli investimenti, i consumi, e le esportazioni. Le riforme strutturali, infine, avrebbero dovuto incoraggiare la fiducia nel breve termine e, quindi, ad assicurare una maggiore crescita sostenuta nel lungo termine.

La prima fase della politica promossa dal governo Abe, in accordo con la Banca del Giappone, è consistita, quindi, nell'implementazione delle operazioni di Quantitative e Qualitative Easing (QQE), con un aumento via via crescente dei fondi destinati all'acquisto di government bonds e risky assets, anche per contrastare le ulteriori pressioni recessive che hanno caratterizzato il periodo tra la seconda metà del 2014 e il 2015.

Nel gennaio 2016 la Banca del Giappone ha ulteriormente rivisitato le proprie politiche economiche, al fine di ridurre le riserve detenute dalle banche e stimolare la ripresa, adottando la misura non convenzionale dei tassi di interesse negativi (negative interest rate policy).

Tale strumento di intervento, in combinato con le altre politiche di mercato sopra descritte ha avuto, però, quale effetto "secondario", quello di appiattire in modo imprevedibile ed eccessivo la curva dei rendimenti, allarmando rispetto agli effetti derivati, il settore bancario al quale, comunque, la strategia era stata anticipata<sup>7</sup>.

Nell'estate del 2016, a seguito del fallimento delle strategie monetarie fino ad allora adottate, la Banca Centrale del Giappone ha dato avvio alla politica dello Yield Curve Control, adottando un approccio che mirava a mantenere i tassi di interesse a breve termine intorno allo zero.

Come già ricordato, alla base di questa strategia, vi è il controllo della curva dei

---

<sup>6</sup> Il cosiddetto Abenomics dal nome dell'allora Primo Ministro Shinzō Abe.

<sup>7</sup> Mr. Niklas J Westelius, op. cit.

rendimenti e l'azzeramento dei tassi a breve e medio termine cercando, però, di non deprimere troppo i rendimenti a lungo termine e, soprattutto, senza ridurre i rendimenti di fondi pensione e assicurazioni sulla vita che avrebbero portato a ben altre ed imprevedibili conseguenze.

In sintesi, la misura si articola su due principali linee: in primo luogo la BoJ si impegna ad incrementare l'ammontare della base monetaria finché il livello del tasso di inflazione non si stabilizza ad una quota pari o leggermente superiore al 2%, considerato come "punto di arrivo" ed indicatore di una sana e sostenibile crescita economica; in secondo luogo, la BoJ si impegna a mantenere sotto controllo il livello dei tassi di interesse a breve e lungo termine con periodici interventi di stabilizzazione. Oggi, nonostante nel contesto globale il momento sia caratterizzato da un aumento dell'inflazione e dei tassi d'interesse, la BoJ continua a mantenere i tassi d'interesse a breve termine al -0,1%, confermando l'obiettivo dello 0% per i rendimenti dei titoli di Stato giapponesi a 10 anni (JGB).

Per far ciò, ovviamente, acquista obbligazioni su larga scala così da controllare la curva dei rendimenti, consentendo ai rendimenti dei JGB a 10 anni di oscillare tra il -0,5% e il +0,5%.

Analizzando tale modello di intervento non si può prescindere dall'affermare che lo Yield Curve Control funziona quando l'inflazione è bassa, ma quando l'indice dei prezzi al consumo sale, appare evidente che gli investitori vendono obbligazioni a basso rendimento, costringendo la BoJ a incrementare gli acquisti per mantenere l'obiettivo di rendimento.

Proprio per tale motivo il modello adottato dalla BoJ è sempre più criticato, proprio per gli effetti distorsivi dei prezzi che, peraltro, provoca/ha provocato un forte calo del valore dello yen e, a sua volta, ha incrementato il costo delle importazioni di materie prime, con ogni ovvia conseguenza anche sulla produzione interna.

In tal senso va, infatti, segnalato che nell'aprile di quest'anno Kazuo Ueda, nuovo governatore della BoJ, ha annunciato una possibile normalizzazione della politica giapponese, aggiungiamo una strategia auspicabile per il Giappone, in quanto eliminerebbe quelle politiche monetarie che hanno depresso lo yen per anni.

Allo stesso tempo, un aumento dei tassi potrebbe favorire il rientro nel Paese di liquidità.

A luglio 2023, a seguito di una importante riunione di politica monetaria, la Banca giapponese ha iniziato a eliminare gradualmente il programma di controllo della curva

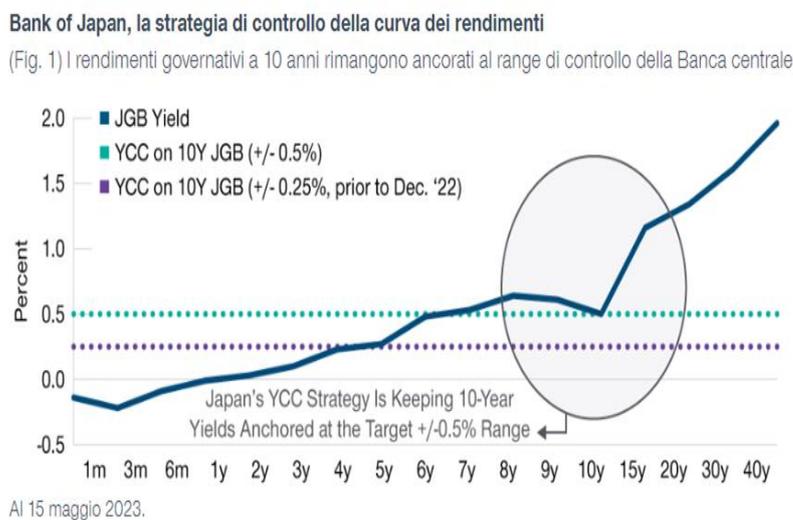
dei rendimenti (sul punto si rinvia a quanto sopra rappresentato circa le notizie di stampa di settembre 2023) che dura ormai da sette anni, o almeno ha compiuto un passo importante verso una sua eventuale uscita di scena. La banca consentirebbe un aumento dei rendimenti dei JGB, se graduale e coerente con la crescita e l'inflazione, con un nuovo tetto all'1,0%.

Nel complesso, possiamo dire che la strategia del controllo della curva dei rendimenti, in Giappone, ha generato sia vantaggi che svantaggi.

Esso, infatti, si è rivelato efficace nell'aiutare a sopprimere i tassi reali di mercato a lungo termine ben al di sotto dei tassi reali neutrali, contribuendo al deprezzamento dello yen, all'allentamento delle condizioni finanziarie e, quindi, allo stimolo della domanda economica complessiva.

Lo svantaggio della Yield Curve Control è che potrebbe divenire uno stimolo eccessivo, una volta raggiunto l'obiettivo di inflazione del 2% della Banca Centrale.

Difatti, i tassi reali tenderebbero a scendere ancora di più con i rendimenti nominali a 10 anni limitati e le aspettative di inflazione in aumento; la politica, pertanto, dovrebbe essere adeguata in modo da essere meno stimolante, e non più stimolante.



Nella recente intervista di settembre 2023, già sopra richiamata, il Governatore della Boj ha accennato alla possibilità della fine dei tassi negativi se ci fosse certezza sull'aumento dei prezzi e in presenza di dati sufficienti da parte della Banca Centrale circa la crescita dei salari: informazione, quest'ultima, che rappresenta un fattore chiave per decidere sulla politica monetaria.

La dichiarazione del governatore, interpretata dagli analisti come un tentativo di sostenere la moneta per scongiurare la necessità di intervenire sui mercati valutari, ha

comportato un minirimbando dello yen raggiungendo il massimo da due mesi rispetto al dollaro.

La banca centrale è convinta che l'inflazione in Giappone abbia raggiunto il picco e che ci sarà un raffreddamento.

In tal senso, infatti, quanto rappresentato non è che la conferma della complessità dei meccanismi di politica monetaria.

### **3. Benefici e rischi del ricorso a politiche di controllo della curva dei tassi**

L'ultimo paragrafo di questo Capitolo sarà dedicato all'identificazione e all'analisi dei benefici e dei rischi generati dal ricorso a politiche di controllo della curva dei tassi.

In linea generale, possiamo affermare che due sono i filoni dottrinari che dibattono sulla validità o meno dell'utilizzo di tale strumento di politica monetaria.

Alcuni economisti stimano affidabile la richiamata strategia economica.

Per questi, infatti, mantenere bassi i tassi a lungo termine può diventare un'alternativa politica sempre più efficace per stimolare l'economia.

Inoltre, questo approccio aiuterebbe a prevenire una recessione o comunque a ridurre l'impatto di una recessione in atto.

In tal senso, non solo l'esperienza della Banca del Giappone, di cui si è trattato diffusamente nel precedente paragrafo, ma anche il recente apprezzamento, a livello globale, da parte di diverse autorità economiche di tale approccio.

La proposta di uno Yield Curve Control (YCC) è stata, ad esempio, discussa non più di due anni fa, dalla Federal Reserve degli Stati Uniti d'America<sup>8</sup>.

Nelle minute dell'incontro del Federal Open Market Committee del giugno 2020 si legge infatti che:

«credibili politiche di yield curve control possono controllare i rendimenti sui titoli governativi, assicurare la trasmissione ai bond privati e, in assenza di annunci di abbandono del target, possono non richiedere larghi acquisti di titoli governativi da parte delle banche centrali».

Secondo tale tesi, in effetti, una volta annunciato il livello soglia dei tassi, non ci sarebbe praticamente bisogno di acquistare titoli da parte della Banca Centrale, dato

---

<sup>8</sup> Negli Stati Uniti la YCC fu adottata durante la seconda guerra mondiale e fu mantenuta fino al 1951. Negli anni della ripresa post-bellica, caratterizzati da alta inflazione, il controllo dei rendimenti assicurò al governo americano denaro a basso costo per i programmi di ricostruzione e permise una rapida discesa del rapporto fra debito pubblico e prodotto interno lordo.

che il loro prezzo tenderebbe ad adeguarsi spontaneamente a tale soglia. A patto chiaramente, si legge ancora nelle richiamate minute, di far capire ai mercati che la Banca Centrale è impegnata a onorare la sua promessa “whatever it takes” (ad ogni costo).

Negli ultimi anni le banche centrali di Giappone, come già visto, e Australia hanno adottato politiche di Yield Curve Control, rispettivamente sui titoli governativi a 10 e a 3 anni.

L’Australia ha cominciato con lo scoppio della pandemia abbandonando, però, il target nel novembre del 2021, nell’ambito di una più generale politica di incremento dei tassi. Nel 2016 la Banca del Giappone ha introdotto un limite sui titoli di stato decennali che è ancora in vigore (attualmente il target è fissato allo 0,25 per cento).

Una proposta di YCC è stata avanzata nel gennaio del 2021 anche all’interno dell’Eurozona dal governatore della Banca di Spagna, nonché, membro del Consiglio direttivo della BCE, Pablo Hernandez de Cos.

Alcuni economisti<sup>9</sup> tuttavia ritengono che, nell’attuale contesto europeo, una forma di controllo dei rendimenti potrebbe essere valutata in relazione agli spread, più che ai singoli titoli di ciascun paese.

L’ancoraggio degli spread permetterebbe infatti alla politica monetaria di continuare un percorso di graduale incremento dei tassi, se ciò fosse ritenuto opportuno in funzione antinflazionistica. Inoltre, manterrebbe un ruolo attivo dei mercati nel determinare, in ultima analisi, la pendenza della curva dei rendimenti che farebbe da riferimento all’intera Eurozona.

Non mancano voci contrarie all’affidabilità dello Yield Curve Control.

Secondo tali voci “contrarie”, i problemi relativi all’utilizzo del controllo della curva dei rendimenti sembrerebbero legati soprattutto alla forte pressione che questo strumento esercita sulla credibilità delle Banche Centrali.

L’impegno ad acquistare qualsiasi volume di titoli ad un prezzo certo sembrerebbe difatti essere particolarmente pesante per dette autorità economiche.

Esemplificativo ed assolutamente condivisibile sembra essere, in tal senso, un interessante passaggio di analisi finanziaria<sup>10</sup>:

---

<sup>9</sup> Emilio Carnevali, Un tetto agli spread per evitare salti nel buio, in Moneta e inflazione, Unione Europea, 20 giugno 2022.

<sup>10</sup> Il controllo della curva dei rendimenti (yield curve control). Meglio del QE ma a che prezzo?, del 6 febbraio 2020, reperibile sul sito: <https://www.ekonomia.it/2020/02/06/controllo-della-curva-dei-rendimenti-yield-curve-control/>

«Pensiamo all'ipotesi in cui l'inflazione tenda a riprendere vigore prima di quanto previsto. Sul mercato comincerà a formarsi l'idea che la banca centrale abbandonerà prima della scadenza programmata il piano di yield curve control. I tassi a lungo tenderanno ad aumentare. La banca centrale, di fronte a questo scenario, si troverà innanzi ad un bivio pericolosissimo. Continuare con lo yield curve control e lasciare che l'inflazione salga anche sopra il target, oppure abbandonare il piano di yield curve control e mantenere sotto controllo l'inflazione? Qualunque sia la scelta, le conseguenze in termini di perdita di credibilità per la banca centrale potrebbero essere pesanti».

## **CONCLUSIONI**

Nel contesto di questa dissertazione, è stato possibile esplorare in dettaglio le strategie di politica monetaria adottate dalle Banche Centrali per promuovere e mantenere la stabilità economica e finanziaria nei mercati globali. Nel corso di questa analisi, è emerso chiaramente il ruolo cruciale svolto da queste istituzioni nell'ambito finanziario internazionale, fungendo da pilastri fondamentali per la gestione delle variabili macroeconomiche e la salvaguardia della stabilità economica.

È innegabile che le Banche Centrali agiscano come il custode dell'equilibrio economico mondiale, sfruttando con destrezza strumenti di politica monetaria e, in alcune circostanze, innovando ulteriormente per affrontare sfide inaspettate. Tuttavia, è fondamentale riconoscere che le conseguenze a medio e lungo termine di tali misure non convenzionali possono essere difficili da prevedere, il che rende necessario un monitoraggio costante e una riflessione critica sulla loro efficacia.

L'analisi ha anche evidenziato il ruolo crescente degli strumenti di politica monetaria non convenzionali, che sono diventati particolarmente rilevanti negli ultimi anni. Questi strumenti, come il Quantitative Easing e il Forward Guidance, hanno dimostrato di essere in grado di influenzare in modo significativo i mercati finanziari e hanno giocato

un ruolo cruciale nel ripristinare la stabilità durante periodi di profonda crisi economica. Inoltre, la discussione sulla curva dei rendimenti ha rivelato l'importanza di questo indicatore macroeconomico e delle sue inclinazioni nel fornire insight preziosi sulle aspettative del mercato. L'introduzione del concetto di Yield Curve Control ha rappresentato un'innovazione significativa nell'ambito della politica monetaria, con la Banca del Giappone che è stata pioniera nell'implementare questa strategia. La gestione attiva della curva dei rendimenti ha dimostrato di poter influenzare in modo tangibile il comportamento dei mercati finanziari e l'andamento delle aspettative degli investitori.

Tuttavia, rimane ancora aperto un dibattito complesso sulla reale efficacia e affidabilità dello Yield Curve Control. Le fonti disponibili offrono un quadro misto, con alcune evidenze a sostegno dell'efficacia di questa strategia, ma anche voci critiche e argomentazioni contro. Inoltre, la sua possibile applicazione nella zona euro potrebbe richiedere considerazioni specifiche legate agli spread tra i titoli di vari paesi.

Per concludere, questa dissertazione ha gettato luce su questioni cruciali legate alla politica monetaria e alla gestione dei mercati finanziari a livello globale. Resta da sperare che il dibattito teorico in corso, unito alle prossime evoluzioni della politica monetaria e alle decisioni delle Banche Centrali, possano contribuire a fornire risposte definitive e orientamenti chiari sull'importanza dello Yield Curve Control e sul suo impatto sulla stabilità economica globale.

## BIBLIOGRAFIA

Baldwin R., Wyplosz C. (2015), *The Economics of European Integration*, IV edition, McGraw Hill

Bastidon C., Gilles P., Gauvin M. (2019), *Drastic Times Call for Drastic Measures : The ECB LTROs and Credit in The Eurozone Before and After December 2011*, *Journal of Economic Issues*, pp. 234 - 256

B. Bernanke, V. Reinhart e B. Sack (2004, 2), *Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment*. *Brookings Papers on Economic Activity*, p. 10-77

B. Bernanke (2000), *Japanese Monetary Policy: A Case of Self-Induced Paralysis ?* In Mikitani, & A. S. Posen, *Japan's Financial Crisis and Its Parallel to U.S. Experience*. Washington: Institute for International Economics

C. Borio e P. Disyatat (2009), *Unconventional monetary policies: An appraisal*

G. Eggertsson E M. Woodford (2003), *The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy*. *BPEA*, n°1, p. 139-211

Carnevali E. (2022), *Un tetto agli spread per evitare salti nel buio*, in *Moneta e inflazione*, Unione Europea

Claeys G. (2020), *The European Central Bank in the COVID - 19 crisis: Whatever it takes, within its mandate*

Claeys G., Demertzis M., Papadia F. (2019), *Challenges ahead for the European Central Bank: Navigating in the Dark?*

J. Clouse, A. Henderson, A. Orphanides, D. Small E P. Tinsley (2000, novembre), *Monetary Policy When the Nominal Short-Term Interest Rate is Zero*. Working Paper no 00-51, Board of Governors of the Federal Reserve System

De Grauwe P. (2018), *Economics of Monetary Union*, XII edition, Oxford U.P.

Dell'Ariccia G., Pau Rabanal, Sandri D. (2018), *Unconventional Monetary Policies in the Euro Area, Japan, and the United Kingdom*, *Journal of Economic Perspectives*, 32 (4), pp. 147-72

Di Giorgio G. (2016), *Economia monetaria e creditizia*, CEDAM, V ed.

Di Giorgio G. (2020), *Economia e politica monetaria*, CEDAM

Duarte D., Öztekin O. & Saporito Y. (2021), Capital Structure and the Yield Curve

Grosse - Rueschkamp B., Steffen S. & Streitz D. (2019), A capital structure channel of monetary policy, *Journal of Financial Economics*, Volume 133, No. 2

Hattori T. & Yoshida J. (2021), Yield Curve Control

Ju N. & Ou - Yang H. (2006), Capital Structure, Debt Maturity, and Stochastic Interest Rates, *The Journal of Business*, Volume 79, No. 5

Mishkin F.S., Matthews K. & Giuliadori M. (2013), *The Economics of Money, Banking & Financial Markets*, Pearson Education

Mr. Niklas J Westelius (2020), Twenty Years of Unconventional Monetary Policies: Lessons and Way Forward for the Bank of Japan, IMF Working Papers 2020/226, International Monetary Fund

Takahiro & Yoshida (2022) The Bank of Japan as a real estate tycoon: large-scale REIT purchases, in *Handbook of Real Estate and Macroeconomics*, Edited by Charles Leung

Zuliu Hu (1993), The Yield Curve and Real Activity, IMF Working Papers 1993/019, International Monetary Fund

## SITOGRAFIA

<https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/strumenti-convenzionali/index.html?dotcache=refresh>

<https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/esito-riesame-strategia-polmon/sintesi/index.html?dotcache=refresh>

<https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/esito-riesame-strategia-polmon/dichiarazione-strategia/index.html>

<https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/riserva-obbligatoria/index.html>

<https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>

<https://fred.stlouisfed.org/series/SPCS20RSA>

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/pp89-104mb200805en.pdf>

<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp161003.en.html>

<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130806.en.html>

<https://ec.europa.eu/eurostat/web/main/home>

[www.europarl.europa.eu/factsheets/it](http://www.europarl.europa.eu/factsheets/it)

<https://www.jstor.org/stable/1804833>

<https://www.ekonomia.it/2020/02/06/controllo-della-curva-dei-rendimenti-yield-curve-control/>

<https://www.soldionline.it/guide/mercati-finanziari/quantitative-easing#funzionamento>

<https://www.swissinfo.ch/ita/tutte-le-notizie-in-breve/bank-of-japan-mantiene-politica-monetaria-invariata/48595414>

<https://www.agi.it/economia/news/2023-01-18/banca-giappone-politica-monetaria-invariata-crollo-yen-19686416/>

[https://www.bankpedia.org/index\\_voce.php?lingua=it&i\\_id=129&i\\_alias=t&c\\_id=23894-la-trappola-della-liquidita-e-la-politica-monetaria](https://www.bankpedia.org/index_voce.php?lingua=it&i_id=129&i_alias=t&c_id=23894-la-trappola-della-liquidita-e-la-politica-monetaria)

<https://www.troweprice.com/financial-intermediary/it/it/lp/outlook-di-meta-2023/lo-slancio-del-giappone.html#>

<https://www.lamiafinanza.it/2023/08/la-boj-si-muove-verso-la-graduale-eliminazione-del-controllo-della-curva-dei-rendimenti/>