

L'impiego del collaterale nei mercati finanziari all'ingrosso

Negli ultimi decenni i rischi di controparte originati dalle transazioni all'ingrosso sono stati coperti in misura crescente mediante accordi bilaterali basati sul deposito di valori in garanzia (collaterale). Un rapporto del Comitato sul sistema finanziario globale (CSFG), spesso citato come "Rapporto Johnson"¹, ha messo in evidenza come nell'autunno 1998 le carenze presenti nelle procedure di collateralizzazione avessero creato problemi per il funzionamento dei mercati. Conseguentemente, il CSFG ha istituito un gruppo di lavoro incaricato di analizzare le tendenze nell'impiego del collaterale. Il rapporto del Working Group on Collateral è stato pubblicato nel marzo scorso². Questo contributo presenta alcuni dei risultati salienti dell'analisi.

Tendenze nell'uso del collaterale

L'utilizzo del collaterale è aumentato rapidamente negli ultimi anni, stimolato dalla crescita delle contrattazioni in titoli e strumenti derivati, dal diffondersi dei sistemi di pagamento e regolamento garantiti e dall'espansione dell'attività finanziaria a livello mondiale. La maggiore attenzione prestata alla gestione del rischio, anche in seguito a varie turbative di mercato sopravvenute negli anni novanta, ha contribuito ad accrescere il numero di transazioni finanziarie in cui viene fatto uso di collaterale per la gestione di grandi esposizioni creditorie, come quelle che sorgono fra gli operatori primari, o i rischi di controparte insiti in complesse esposizioni al rischio di mercato. Rispetto ad altre tecniche di attenuazione del rischio di credito, la collateralizzazione presenta in particolare due vantaggi che contribuiscono a spiegarne la crescente diffusione. Il primo è dato dai costi di transazione relativamente bassi. Infatti, essendo in gran parte standardizzati, i meccanismi di collateralizzazione sono adatti alle operazioni a

Crescente impiego
del collaterale ...

¹ Comitato sul sistema finanziario globale: *A review of financial market events in autumn 1998*, Basilea, ottobre 1999.

² Comitato sul sistema finanziario globale: *Collateral in wholesale financial markets: recent trends, risk management and market dynamics*, Basilea, marzo 2001. URL: <http://www.bis.org/publ/cgfs17.htm>. Il Working Group on Collateral era presieduto da Christine Cumming, Federal Reserve Bank di New York.

breve condotte con un'ampia gamma di controparti. Il secondo è che, a differenza di altre forme di attenuazione del rischio, come le garanzie fideiussorie o i derivati creditizi, il collaterale fornisce una protezione prefinanziata.

... nei mercati pronti contro termine ...

Le istituzioni finanziarie come le banche e le società di intermediazione mobiliare utilizzano il collaterale soprattutto in tre aree di operatività all'ingrosso. La prima è quella dei contratti pronti contro termine (pct). I progressi compiuti a livello di infrastruttura finanziaria, di quadro legale e di tecniche di gestione del rischio hanno facilitato l'impiego di questi strumenti, e il volume dei contratti è cresciuto rapidamente in linea con la generale espansione delle negoziazioni (tabella 1).

... nei contratti derivati ...

Un altro settore in cui la collateralizzazione è prassi comune è quello dei contratti derivati. Essa consente alle istituzioni finanziarie di gestire il rischio di mercato con un limitato rischio di controparte, il che a sua volta facilita la gestione e il controllo delle esposizioni creditorie complessive nell'attività di negoziazione, permettendo un utilizzo più efficiente del capitale economico e regolamentare. Sui mercati non organizzati (OTC) dei contratti derivati, benché l'impiego del collaterale sia aumentato in misura significativa, le transazioni non garantite continuano a essere la norma. Ciò è in parte dovuto al fatto che gli operatori attivi sui mercati OTC godono tradizionalmente di elevati rating creditizi.

... e nei sistemi di pagamento e regolamento

La terza area dove si osserva un crescente impiego del collaterale è quella dei sistemi di pagamento e regolamento. In diversi paesi il credito infragiornaliero nei sistemi di regolamento lordo in tempo reale (RLTR) per pagamenti di grande ammontare è reso disponibile dalle banche centrali

Mercato delle operazioni pct in determinati paesi ¹										
	Transazioni con la totalità delle controparti								Solo transazioni con non IFM ²	
	Stati Uniti ³ USD	Francia ⁴ EUR ¹⁰	Regno Unito ⁵ GBP	Giappone ⁶ JPY	Italia ⁷ EUR ¹⁰	Germania ⁷ EUR ¹⁰	Belgio EUR ¹⁰	Svezia ⁸ SEK	Area euro ⁹ EUR ¹⁰	Paesi Bassi ⁹ EUR ¹⁰
1990	777,8				11,0					
1995	1 520,4	240,3		11 079,8	77,3					
1996	1 649,8	322,8		11 945,5	85,2					
1997	2 194,5	320,2	74,9	9 979,5	87,4			211,0		
1998	2 372,0	296,4	97,1	11 516,5	93,3			183,9		
1999	2 517,1	159,1	102,5	20 798,6	122,5	81,2	111,7	155,3		
2000	2 636,8	149,1	138,2	22 661,0	163,7	137,8	97,7	400,0	186,2	6,2
dollari USA										
2000	2 636,8	240,0 ⁷	206,0	197,2	137,8	119,6	90,9	42,2	173,3	5,8

¹ Consistenze in essere a fine anno, in miliardi; per il 2000, ultimi dati disponibili; conversione ai cambi di fine anno. La comparabilità fra i vari paesi è limitata dalla disparità dei criteri di misurazione. ² Istituzioni finanziarie monetarie. ³ Pct attivi e passivi degli operatori in titoli del Tesoro USA. ⁴ Pct degli operatori in titoli di Stato francesi. ⁵ Pct in titoli del Tesoro britannico; dati riferiti a novembre. ⁶ Ammontare totale in essere nel mercato pct su strumenti di debito. ⁷ Pct delle IFM interne con altri settori. ⁸ Pct su titoli di Stato e obbligazioni ipotecarie; stime approssimative. ⁹ Pct sull'interno delle IFM. ¹⁰ Per EUR, tassi di conversione dell'euro applicati anche prima del 1999. Tabella 1

soltanto su base pienamente garantita. Tali sistemi consentono una pronta definitività dei pagamenti, e la collateralizzazione dei saldi debitori protegge la banca centrale da eventuali perdite. Un altro aspetto rilevante è che si riduce l'esigenza di valutare l'affidabilità delle singole controparti. Ciò facilita il funzionamento dei sistemi di pagamento, nei quali le esposizioni sono soggette a rapide variazioni e le controparti possono anche non essere note anticipatamente.

Le attività tradizionalmente preferite come collaterale sono il contante e i titoli di Stato³. Tuttavia, di fronte alla crescente domanda di collaterale e alla contestuale diminuzione dello stock di titoli pubblici, i mercati sono stati ovviamente costretti ad adeguarsi. Una risposta è consistita nell'ampliare la gamma degli strumenti accettati a garanzia. Fra questi figurano in certa misura anche le azioni appartenenti ai maggiori indici, data la loro elevata liquidità. Un altro modo per far fronte alle mutate condizioni di domanda/offerta consiste nell'economizzare il collaterale. I grandi operatori stanno adoperandosi attivamente per ridurre le esposizioni di regolamento e, di conseguenza, la liquidità e le garanzie richieste dagli schemi di pagamento e regolamento. In particolare, viene considerata con crescente interesse la possibilità di ampliare il ruolo di controparte centrale degli organi di compensazione nei mercati in cui la liquidazione delle posizioni avviene ora con lentezza o su base bilaterale.

Più ampia gamma di attività usate come collaterale

Sfruttamento dei vantaggi del collaterale: il ruolo della gestione del rischio

Per il soggetto che riceve il collaterale diminuisce il bisogno di monitorare il merito di credito di un grande numero di controparti. La sua attenzione si focalizza piuttosto sulla qualità del collaterale stesso, e in particolare sulla solvibilità dell'emittente dei valori forniti in garanzia e sulla liquidità del relativo mercato. L'impiego di attività con basso rischio di credito e di liquidità allevia l'onere della gestione del rischio e quindi i costi connessi con l'utilizzo del collaterale. Ciò spiega la preferenza per il contante e i titoli di Stato.

Il collaterale di qualità primaria facilita la gestione del rischio ...

Tuttavia, anche l'impiego di attività a basso rischio non fa venir meno l'esigenza di un'appropriata gestione del rischio, poiché il detentore del collaterale può incorrere in esposizioni scoperte quand'anche il valore della garanzia rimanga stabile. Nei mercati OTC il valore delle posizioni collateralizzate varia di solito nel corso del tempo. Le fluttuazioni del prezzo di mercato dei derivati, ad esempio, sono essenzialmente casuali e possono risultare ingenti. È inoltre possibile che si determinino esposizioni scoperte a causa dei tempi richiesti per perfezionare la procedura di collateralizzazione.

... ma non ne fa venir meno la necessità

³ In teoria, il contante è il collaterale perfetto. Le attività tradizionalmente impiegate come collaterale, come i titoli di Stato, possiedono caratteristiche che ne fanno dei sostituti stretti del contante. In pratica, però, il contante è fornito sotto forma di depositi bancari ed è quindi esposto a rischi operativi, connessi con il trasferimento di queste disponibilità, e al rischio di fallimento dell'istituzione depositaria.

Problemi posti dal più ampio ventaglio di attività usate come collaterale ...

L'estensione della gamma di strumenti accettati come collaterale, fino a comprendervi obbligazioni private e azioni, rende più impegnativa la gestione del rischio. In generale, dopo l'assunzione di collaterale diventa più difficile valutare l'esposizione potenziale, in quanto la volatilità di prezzo può essere elevata e variabile, e la minore liquidità rende difficile la stima del suo valore di realizzo. La necessità di valutare la natura della correlazione fra la posizione collateralizzata e l'attività ricevuta in garanzia aggiunge un ulteriore fattore di complessità. Un'eventuale correlazione negativa fra le due variabili aumenta l'esposizione e il rischio di credito, giacché il valore del collaterale diminuisce nel momento stesso in cui aumenta il rischio di controparte. Una siffatta correlazione inversa può determinarsi, ad esempio, allorché sono utilizzati come collaterale titoli emessi da banche, ed emergono dubbi sulla solidità del sistema bancario.

... e possibili aggiustamenti nella gestione del rischio

La gestione del rischio inerente al collaterale può affrontare tali problemi essenzialmente in tre modi. Uno consiste nell'aumentare il margine di sicurezza per le esposizioni potenziali più elevate, ossia nell'applicare scarti di garanzia più ampi. Un'altra possibilità è quella di utilizzare come collaterale attività che si muovono generalmente in linea con il valore della posizione garantita. Questa protezione può tuttavia essere sensibile al variare delle condizioni di mercato e risultare quindi imperfetta. Un terzo metodo consiste nel ridurre il periodo di esposizione mediante opportune modifiche delle convenzioni negoziali e delle infrastrutture di mercato, prevedendo in particolare aggiustamenti più frequenti dei margini. Il ricorso a tecniche di gestione del rischio sempre più sofisticate influisce sul funzionamento dei mercati delle posizioni collateralizzate e degli strumenti usati come garanzia. Ad esempio, i sistemi più perfezionati tendono ad accrescerne le barriere all'entrata, specie per i soggetti operanti come dealers.

Effetti sistemici dell'uso del collaterale

L'uso del collaterale migliora l'efficienza complessiva ...

L'impiego del collaterale accresce l'efficienza del sistema finanziario. Il fatto di segnalare affidabilità creditizia mediante l'offerta di garanzie attenua il problema delle asimmetrie informative e riduce il razionamento del credito. Di conseguenza, le transazioni collateralizzate ampliano l'accesso ai mercati. Ciò induce un ulteriore effetto positivo in quanto una partecipazione allargata tende a intensificare la concorrenza e ad accrescere lo spessore e la liquidità dei mercati stessi. Inoltre, i minori costi di informazione favoriscono la creazione di solidi sistemi di pagamento, regolamento e compensazione in mercati caratterizzati dal rapido mutare delle controparti e delle esposizioni.

... e la stabilità del sistema finanziario

La riduzione del rischio di controparte a livello individuale può migliorare anche la stabilità complessiva del sistema finanziario. In molti mercati finanziari all'ingrosso, come quello interbancario internazionale e quello dei derivati OTC, non è praticata un'efficace discriminazione di prezzo nei confronti di controparti

con diverso grado di rischio⁴. Essi sono pertanto soggetti a fenomeni di razionamento del credito e di brusco disimpegno da parte dei prestatori, specie in periodi di tensione. La protezione prefinanziata offerta dal collaterale può in certa misura moderare la tendenza del credito e della liquidità a prosciugarsi in condizioni di stress nei mercati finanziari all'ingrosso, soprattutto se questi non sono l'epicentro dello shock iniziale. Ad esempio, i mercati pct e dei futures di borsa sono spesso relativamente resilienti e poco inclini a razionamenti del credito nei periodi di turbolenza. Affinché si realizzino tali vantaggi è tuttavia essenziale un'appropriata gestione dei rischi inerenti al collaterale.

Sebbene gli effetti di attenuazione del rischio siano indiscutibili, il diffuso impiego di collaterale nei mercati finanziari all'ingrosso può nondimeno generare talune esternalità indesiderate. Una è costituita dal possibile pregiudizio recato ai creditori non garantiti. L'altra è l'effetto potenzialmente destabilizzante sul sistema finanziario allorché il collaterale non è gestito in modo appropriato.

Potenziali
esternalità negative

Se il collaterale è fornito a fronte di posizioni già esistenti, ne consegue un danno per i creditori non garantiti del datore del collaterale, stante che le attività costituite in garanzia non sono più disponibili per la copertura delle altre obbligazioni. Inoltre, poiché sui mercati all'ingrosso sono in genere accettati come collaterale soltanto strumenti di qualità relativamente elevata, risulta diminuita la qualità media delle attività restanti. Pertanto, le obbligazioni verso i creditori non garantiti vengono a essere coperte da attività ridotte, meno liquide e più rischiose. Nel caso in cui il collaterale sia impiegato per ampliare il volume di operazioni, le attività preesistenti restano disponibili per coprire le obbligazioni verso i creditori non garantiti. Tuttavia, se tale espansione operativa non è sorretta da nuovo capitale, aumenta il grado di leva finanziaria, con la conseguenza di un maggiore rischio per tali creditori. In generale, è possibile valutare il modo in cui è effettivamente cambiata la posizione di rischio dei creditori non garantiti solo mediante un'analisi dinamica che tenga conto degli effetti della collateralizzazione sull'operatività e sulla capacità reddituale complessiva del datore della garanzia. Ove ne risultasse un'espansione dell'attività in nuove aree profittevoli, l'esposizione al rischio dei creditori non garantiti potrebbe addirittura venire migliorata.

Impatto sui creditori
non garantiti

Quali che siano gli effetti netti sui creditori non garantiti in una prospettiva dinamica, il collaterale riduce l'incentivo del beneficiario della garanzia a monitorare la qualità del credito. E se per effetto di un monitoraggio meno rigoroso non venisse rilevato un deterioramento della solvibilità del datore del collaterale, ne risentirebbero tanto i creditori garantiti quanto quelli chirografari.

⁴ Cfr. Henri Bernard e Joseph Bisignano: "Information, liquidity and risk in the international interbank market: implicit guarantees and private credit market failure", *BIS Working Papers*, n. 86, marzo 2000.

L'impiego di collaterale in periodi di stress

I seguenti episodi di turbativa sistemica e il fallimento di un'istituzione illustrano il modo in cui l'impiego di collaterale può alterare la dinamica del mercato.

Gli eventi sui mercati finanziari dell'autunno 1998

L'insolvenza di fatto della Russia sul debito in rubli causò ingenti perdite per alcuni investitori e indusse gli operatori del mercato a riconsiderare il rischio di credito. Ne conseguì una sorta di corsa globale alla liquidità, provocata da una generalizzata richiesta di margini. Le dinamiche connesse con la collateralizzazione ebbero pertanto un ruolo chiave in questo processo. Parte delle posizioni in questione era finanziata mediante operazioni collateralizzate, come prestiti di titoli, pronti contro termine e contratti futures negoziati in borsa con adeguamento giornaliero dei margini. In un contesto di accresciuta incertezza e cautela, molti operatori ridussero il volume di attività e le esposizioni al rischio. Al tempo stesso, in molti segmenti di mercato furono inaspriti i requisiti di garanzia di riflesso ai più forti timori per il rischio di controparte. Di conseguenza, la liquidità venne a ridursi drasticamente, dilatando i differenziali lettera-denaro e rendendo più difficile il perfezionamento delle transazioni di grande ammontare.

La crisi del 1998 evidenziò come potesse scaturire un ingente rischio di credito scoperto da esposizioni potenziali connesse con operazioni collateralizzate e dalla necessità di liquidare tali posizioni. Essa mise anche in luce importanti nessi fra leverage, rischio di mercato, meccanismi di finanziamento, procedure di collateralizzazione e liquidità di mercato. Per quanto concerne in particolare la collateralizzazione, tre fattori contribuirono ad aggravare la crisi. Anzitutto, il collaterale aveva reso possibile un grado di leva dimostratosi poi esagerato in situazione di stress. Inoltre, gli operatori avevano fatto eccessivo assegnamento sulla protezione fornita dal collaterale e dai margini giornalieri, sottostimando gli effetti di forti variazioni dei prezzi sui livelli di esposizione. Infine, il tardivo riconoscimento di questi effetti provocò un inasprimento dei requisiti di garanzia che concorse in modo significativo a generare tensioni di liquidità.

Il fallimento del fondo Granite nel 1994

Il fondo Granite perseguiva una strategia di arbitraggio su obbligazioni garantite da ipoteca ("mortgage-backed securities", MBS). Tali titoli sono altamente sensibili alle variazioni dei tassi d'interesse, in quanto il loro prezzo riflette anche il valore dell'opzione di rimborso anticipato insita nel sottostante mutuo ipotecario. Nel 1994 la posizione di Granite si deteriorò bruscamente in seguito all'inasprimento monetario attuato dalla Federal Reserve. Con l'ulteriore aggravarsi della situazione, Granite si trovò confrontato a un'ondata di richieste di margini. Molte delle sue controparti non avevano monitorato la propria esposizione creditoria e d'un tratto si resero conto che le garanzie erano divenute insufficienti. Altre, che detenevano garanzie eccedenti, non permisero a Granite di smobilizzare le posizioni. Il fondo subì un tracollo allorché gli operatori cominciarono a smobilizzare le proprie posizioni per soddisfare le richieste di margini. I mercati delle MBS si rivelarono molto illiquidi, e gli operatori ebbero grosse difficoltà a chiudere le transazioni per rientrare in possesso dei titoli che essi stessi avevano utilizzato nelle operazioni pronti contro termine.

Relativamente alla gestione del collaterale, il caso Granite evidenzia tre aspetti. Quando il mercato dei titoli usati come collaterale è soggetto a bruschi cambiamenti nelle condizioni di liquidità, i titoli stessi possono subire forti variazioni di valore. Le operazioni di finanziamento garantito non tenevano conto delle correlazioni fra il merito di credito della controparte e il valore del collaterale. Gli effetti di questi due fattori furono amplificati da un'inadeguata gestione del rischio, poiché le controparti non avevano valutato le esposizioni e il collaterale con la cura e la frequenza dovute. La loro reazione, allorché ebbero piena consapevolezza del problema, fu un brusco inasprimento degli standard che acuì ulteriormente la crisi.

Il crollo del mercato azionario USA nell'ottobre 1987

La brusca caduta dei corsi azionari del 19 ottobre 1987 causò una fortissima domanda di liquidità da parte degli intermediari e degli investitori. All'origine della crisi vi furono massicce vendite connesse con le strategie di "portfolio insurance". Le vendite sui mercati a contante, dei futures e delle opzioni provocarono forti turbative legate alla dinamica delle garanzie collaterali. Nei suddetti mercati vigevano differenti sistemi di margini. In condizioni normali, con variazioni di prezzo contenute, gli operatori con posizioni simmetriche nei mercati a contante e nei mercati futures potevano gestire agevolmente gli sbilanci di cassa risultanti dal fatto che in questi ultimi l'aggiustamento dei margini avveniva su base giornaliera mentre in quelli a contante era previsto solo un deposito iniziale. Tuttavia, per effetto della forte caduta dei prezzi, le richieste di margini infragiornaliere e a fine giornata divennero ingentissime, determinando un grande e impreveduto fabbisogno di cassa. L'impossibilità di realizzare i guadagni in un mercato per coprire i margini addizionali nell'altro generò enormi tensioni di liquidità. Benché la collateralizzazione non fosse all'origine del problema, la vendita forzata di posizioni contribuì ad esasperare la caduta dei prezzi, e i differenti sistemi di margini si rivelarono un fattore primario delle tensioni di liquidità.

Vari episodi di turbolenza indicano che la collateralizzazione può avere effetti avversi sui mercati finanziari in situazioni di stress (cfr. riquadro). Tali eventi hanno messo in luce tre aspetti critici capaci di acuire le turbative. Primo, anteriormente alla crisi gli operatori avevano fatto troppo affidamento sull'efficacia del collaterale e dell'aggiustamento giornaliero dei margini, trascurando il rischio connesso con un grado di leva eccessivo delle posizioni delle maggiori controparti e la possibilità di forti movimenti delle esposizioni al verificarsi di significative variazioni dei prezzi. Secondo, l'affannoso tentativo di correggere gli errori e di inasprire i requisiti di garanzia hanno poi esacerbato le turbolenze del mercato. L'innalzamento dei margini e/o la richiesta di più ampi scarti di garanzia possono aumentare le pressioni sulla liquidità sia a livello delle istituzioni costrette a reperire collaterale aggiuntivo, sia nei mercati in cui gli operatori cercano di vendere attività per ottenere liquidità. Terzo, le difformità nei meccanismi di garanzia fra i vari segmenti di mercato (come contante, futures e opzioni) può causare carenze di liquidità anche nelle istituzioni che detengono posizioni coperte, se queste si trovano a dover soddisfare la richiesta di margini addizionali in un segmento senza poterla di fatto finanziare con margini eccedenti in un altro.

Anche se le richieste di margini e un generale inasprimento dei requisiti di garanzia tendono di per sé ad accrescere le tensioni di liquidità nei periodi di stress finanziario, taluni effetti destabilizzanti osservati in occasione degli eventi sopra descritti sono strettamente ricollegabili a carenze nella gestione del collaterale e del rischio di controparte. Mentre la richiesta di margini addizionali appare una conseguenza inevitabile dell'accresciuta volatilità in un mercato collateralizzato, una eccessiva leva finanziaria e iperreazioni indotte da precedenti deficienze nel controllo delle esposizioni possono in linea di principio essere evitate mediante una corretta gestione del rischio.

Effetti sulla
dinamica dei
mercati finanziari ...

... dovuti a carenze
nella gestione del
rischio

Prospettive future

Crescente importanza dell'attenuazione del rischio

L'impiego di collaterale e l'offerta di valori destinati a questo scopo continueranno probabilmente a svilupparsi negli anni a venire. L'accresciuta concorrenza sia nel sistema finanziario che nell'economia reale ha agito nel senso di restringere i margini di profitto, contribuendo ad abbassare l'affidabilità creditizia media delle banche e delle loro controparti non bancarie. I più stretti margini di utile nel settore finanziario spingono ad assumere maggiori rischi, e ciò dovrebbe favorire un aumento delle operazioni collateralizzate. Un altro fattore che incide sull'utilizzo del collaterale è il processo di consolidamento in atto a livello di istituzioni e di infrastrutture, che comporta fra l'altro un maggiore ricorso a controparti centrali. Un terzo fattore è dato dalla disponibilità e dal costo degli strumenti alternativi, come la cartolarizzazione e i derivati creditizi. In generale, la maggiore attenzione posta all'attenuazione del rischio di credito, unitamente alla più vasta partecipazione ai mercati finanziari, dovrebbe accrescere ancora l'utilizzo del collaterale.

Maggiore domanda di collaterale nei sistemi di pagamento e regolamento

Un'area in cui si manifesta un'ulteriore forte espansione dell'uso del collaterale è quella dei sistemi di pagamento e regolamento. In questi sistemi la necessità di impiegare garanzie di elevata qualità per ottenere liquidità infragiornaliera (specie nei sistemi che prevedono il regolamento su conti detenuti presso la banca centrale) o per gestire le esposizioni creditorie e di liquidità (come avviene in molti sistemi di regolamento su base netta) impone sensibili costi ai partecipanti diretti e indiretti. Le transazioni trattate in tali sistemi sono ingenti e in continua crescita.

I cambiamenti nella gamma di attività usate come collaterale ...

In diverse economie maggiori i mercati finanziari all'ingrosso hanno già iniziato a soddisfare l'accresciuta domanda di collaterale con una gamma diversificata di valori, e vi è margine per ulteriori aggiustamenti. Allorché si sarà meglio definita la struttura di prezzo per le varie categorie di collaterale, potrebbero sorgere incentivi ad aumentare l'offerta di strumenti a basso rischio mediante la cartolarizzazione di attività oppure la creazione di altri titoli liquidi di elevata qualità. L'adeguamento alle condizioni della domanda può avvenire ampliando il ventaglio degli strumenti accettati a garanzia oppure migliorando l'efficienza con cui è utilizzato lo stock attuale, ad esempio attraverso un maggiore ricorso a schemi di compensazione e a controparti centrali.

... richiederanno aggiustamenti nelle pratiche connesse ...

Considerati i potenziali effetti destabilizzanti di una inappropriata gestione del collaterale, l'evoluzione intervenuta nelle modalità di impiego e nell'offerta di strumenti impiegati a questo scopo richiede alcuni aggiustamenti delle connesse pratiche di mercato. L'ampliamento della gamma di strumenti usati come collaterale implica che il detentore della garanzia sia esposto a una più elevata volatilità di prezzo e forse anche a una maggiore correlazione con la posizione garantita o con il merito di credito della controparte, e ciò richiede un'accurata gestione del rischio. A questo fine è essenziale una rigorosa valutazione iniziale e successiva sia del collaterale che della controparte. Dovrebbero inoltre essere effettuate estese prove di stress sulle posizioni con e senza garanzia e delle potenziali correlazioni dinamiche fra l'esposizione e il valore del collaterale, nonché una stima del modo in cui una situazione di

mercato critica potrebbe influire sulla liquidità e sul merito di credito delle principali controparti.

Il trasferimento a controparti centrali della gestione del rischio inerente al collaterale può contribuire a superare tali problemi, ad esempio riducendo le esposizioni con accordi di compensazione o affidando a un organismo unico e meglio informato l'amministrazione e, se necessario, la liquidazione dei valori costituiti in garanzia. Tuttavia, un eccessivo assegnamento sulle controparti centrali può anche essere fonte di nuovi problemi. La concentrazione di un'ampia gamma di rischi presso un unico soggetto che fornisce un servizio di mercato essenziale pone immediatamente la questione del rischio operativo. Potrebbe inoltre risultare accresciuto il pericolo di contagio fra diversi mercati. Le controparti centrali non sono pertanto da considerare un rimedio universale contro il rischio di controparte nei mercati all'ingrosso. I vantaggi che offre il loro impiego si concretizzeranno appieno soltanto se saranno ben compresi e adeguatamente gestiti i rischi connessi.

... come il ricorso a controparti centrali