ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ
ΕΠΙΤΡΟΠΗ

Βρυξέλλες, 2.3.2018
COM(2018) 84 final

ΕΚΘΕΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΠΡΟΣ ΤΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ

σχετικά με την πενταετή επισκόπηση των πολυετών κατευθυντήριων γραμμών για τη διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων της ΕΚΑΧ υπό εκκαθάριση και, μετά την ολοκλήρωση της εκκαθάρισης, των πόρων του Ταμείου Έρευνας για τον Άνθρακα και τον Χάλυβα

Εισαγωγή

Μετά τη λήξη της Συνθήκης περί ιδρύσεως της ΕΚΑΧ, το 2002, τα κράτη μέλη αποφάσισαν να μεταφέρουν τα περιουσιακά στοιχεία και τις υποχρεώσεις στην Ευρωπαϊκή Κοινότητα (πλέον ΕΕ), διαχωρίζοντάς τα, όμως, από τον γενικό προϋπολογισμό (Πρωτόκολλο[1] σχετικά με τις δημοσιονομικές συνέπειες από τη λήξη της Συνθήκης ΕΚΑΧ, το οποίο προσαρτήθηκε στη Συνθήκη της Νίκαιας). Η Επιτροπή είναι αρμόδια για την ομαλή εκκαθάριση των υποχρεώσεων και για την επένδυση των υφιστάμενων περιουσιακών στοιχείων στις κεφαλαιαγορές, με στόχο τη δημιουργία εσόδων για τη χρηματοδότηση της έρευνας στους τομείς του άνθρακα και του χάλυβα, μέσω του Ταμείου Έρευνας για τον Άνθρακα και τον Χάλυβα (RFCS). Μετά το πέρας της διαδικασίας εκκαθάρισης (η οποία θα διαρκέσει έως το 2027), τα εν λόγω περιουσιακά στοιχεία θα αναφέρονται ως «Πόροι του Ταμείου Έρευνας για τον Άνθρακα και τον Χάλυβα».

Την 1η Φεβρουαρίου 2003[2], το Συμβούλιο εξέδωσε τρεις αποφάσεις αναγκαίες για την εφαρμογή του Πρωτοκόλλου, δηλαδή μια γενική απόφαση (2003/76/ΕΚ)[3] και αποφάσεις για τον καθορισμό κατευθυντήριων γραμμών για τη διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων (2003/77/ΕΚ)[4] και για το ερευνητικό πρόγραμμα του Ταμείου Έρευνας για τον Άνθρακα και τον Χάλυβα (2003/78/ΕΚ, η οποία αντικαταστάθηκε από την απόφαση 2008/376/ΕΚ)[5].

Σύμφωνα με το άρθρο 2 της απόφασης 2003/77/ΕΚ του Συμβουλίου, η Επιτροπή αξιολογεί εκ νέου τη λειτουργία και την αποτελεσματικότητα των κατευθυντήριων δημοσιονομικών γραμμών για τη διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων της υπό εκκαθάριση ΕΚΑΧ («κατευθυντήριες δημοσιονομικές γραμμές»)[6], ανά πενταετία, και προτείνει τυχόν τροποποιήσεις, εφόσον συντρέχει λόγος. Η τελευταία αξιολόγηση πραγματοποιήθηκε το 2012 και δεν προτάθηκαν τροποποιήσεις. Τώρα θα πρέπει να υποβληθεί η επόμενη πενταετής έκθεση.

Επισκόπηση των δημοσιονομικών κατευθυντήριων γραμμών κατά την πενταετή περίοδο 2012–2017

---

1 Πρωτόκολλο αριθ. 37 της Συνθήκης για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης, σχετικά με τις δημοσιονομικές συνέπειες από τη λήξη της Συνθήκης ΕΚΑΧ και με το Ταμείο Έρευνας για τον Άνθρακα και τον Χάλυβα.

2 ΕΕ L 29 της 5.2.2003, σ. 22.

3 Απόφαση 2003/76/ΕΚ του Συμβουλίου, της 1ης Φεβρουαρίου 2003, για τον καθορισμό των αναγκαίων μέτρων για την εφαρμογή του πρωτοκόλλου που προσαρτάται στη συνθήκη για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας, όσον αφορά τις δημοσιονομικές συνέπειες της λήξης της συνθήκης περί ιδρύσεως της ΕΚΑΧ και σχετικά με το Ταμείο Έρευνας για τον Άνθρακα και το Χάλυβα (ΕΕ L 29, σ. 22).

4 Απόφαση 2003/77/ΕΚ του Συμβουλίου, της 1ης Φεβρουαρίου 2003, για τον καθορισμό δημοσιονομικών κατευθυντήριων γραμμών πολυετούς διάρκειας για τη διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων της υπό εκκαθάριση ΕΚΑΧ και, μετά την ολοκλήρωση της εκκαθάρισης, των πόρων του Ταμείου Έρευνας για τον Άνθρακα και τον Χάλυβα (ΕΕ L 29, σ. 25), όπως τροποποιήθηκε με την απόφαση 2008/750/ΕΚ του Συμβουλίου, της 15.9.2008 (ΕΕ L 255, σ. 28).

5 Απόφαση 2003/78/ΕΚ του Συμβουλίου, της 1ης Φεβρουαρίου 2003, για τον καθορισμό τεχνικών κατευθυντήριων γραμμών πολυετούς διάρκειας για το ερευνητικό πρόγραμμα του Ταμείου Έρευνας για τον Άνθρακα και το Χάλυβα (ΕΕ L 29, σ. 25), όπως αντικαταστάθηκε από την απόφαση 2008/376/ΕΚ του Συμβουλίου, της 29.4.2008 (ΕΕ L 130, σ. 7).

6 Αναφέρονται επίσης ως Κατευθυντήριες Γραμμές Διαχείρισης Περιουσιακών Στοιχείων ή, εν συντομία, «AMG».

Σύμφωνα με την απόφαση 2003/77/ΕΚ του Συμβουλίου, όπως τροποποιήθηκε με την απόφαση 2008/750/ΕΚ[7] του Συμβουλίου, η Επιτροπή διαχειρίζεται τα περιουσιακά στοιχεία της υπό εκκαθάριση ΕΚΑΧ ούτως ώστε «να διασφαλίζεται η διαθεσιμότητα των κεφαλαίων, εάν και όποτε χρειασθούν, ενώ παράλληλα θα παράγουν τη μεγαλύτερη δυνατή απόδοση, διατηρώντας υψηλό βαθμό ασφάλειας και σταθερότητας σε μακροπρόθεσμη βάση» (*σημείο 3 του παραρτήματος της απόφασης 2003/77/ΕΚ του Συμβουλίου*).

Σε σχέση με τους στόχους αυτούς, οι δημοσιονομικές κατευθυντήριες γραμμές αρχικά απέφεραν ικανοποιητικά αποτελέσματα, κατά τη διάρκεια της πενταετούς περιόδου 2012-2017. Ωστόσο, λόγω του παρατεταμένου περιβάλλοντος χαμηλών επιτοκίων, φαίνεται πλέον ότι είναι υπερβολικά περιοριστικές και δεν παρέχουν αποτελεσματική βάση για μια συνετή προσέγγιση όσον αφορά τη διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων[8] που να παρέχει ικανοποιητικές αποδόσεις. Σε αυτό το πλαίσιο, φαίνεται σκόπιμη η διεύρυνση του επιλέξιμου επενδυτικού σύμπαντος, προκειμένου να καταστεί δυνατή η διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου. Βάσει ιστορικών στοιχείων, κάτι τέτοιο θα μπορούσε να αυξήσει τις προσδοκώμενες αποδόσεις μακροπρόθεσμα, μολονότι δεν μπορεί να διασφαλιστεί ότι θα βελτιώσει τις διαπιστωθείσες αποδόσεις, ιδίως βραχυπρόθεσμα και μεσοπρόθεσμα.

Εξετάζοντας τις συνθήκες της αγοράς, διαπιστώνεται ότι, μετά το 2012, είναι ιδιαίτερα δύσκολες, δεδομένου ότι στις αγορές ομολόγων του ευρώ επικρατεί περιβάλλον χαμηλών αποδόσεων, κυρίως λόγω της χαμηλής οικονομικής ανάπτυξης και του χαμηλού πληθωρισμού. Η ευνοϊκή νομισματική πολιτική της ΕΚΤ, και ιδίως τα προγράμματα αγοράς ομολόγων τα οποία ξεκίνησαν το 2015, στήριξαν περαιτέρω τη συγκεκριμένη τάση. Συνεπώς, οι αποδόσεις έχουν πλέον φθάσει σε ιστορικά χαμηλό, ακόμη και αρνητικό επίπεδο. Η πολιτική αβεβαιότητα επηρέασε επίσης τις χρηματοπιστωτικές αγορές και οδήγησε σε διάφορα περιστατικά αναταραχής και μεταβλητότητας. Πρόσφατα παραδείγματα είναι η ελληνική κρίση και το δημοψήφισμα του Ηνωμένου Βασιλείου σχετικά με την παραμονή της χώρας στην ΕΕ.

Στο πλαίσιο αυτό, τα αποτελέσματα από την τελευταία επισκόπηση, το 2012, υπήρξαν θετικά: εκταμιεύθηκαν ποσά όπως και όταν ζητήθηκε από την ΓΔ RTD και, επιπλέον, η απόδοση του χαρτοφυλακίου υπήρξε ικανοποιητική, δεδομένου του περιβάλλοντος της αγοράς και των συντηρητικών επενδυτικών κατευθυντήριων γραμμών. Ειδικότερα, κατά την περίοδο από την 1η Ιουλίου 2012 έως την 31η Δεκεμβρίου 2016, η συνολική απόδοση του χαρτοφυλακίου ανήλθε στο +8,3 %. Περισσότερες λεπτομέρειες περιλαμβάνονται στις ετήσιες εκθέσεις της ΕΚΑΧ, καθώς και στο παράρτημα της έκθεσης, όπου παρουσιάζεται επίσης η σύνθεση του χαρτοφυλακίου τον Δεκέμβριο του 2016 (βλ. επίσης το παράρτημα Ι της παρούσας έκθεσης)[9].

Το μέγεθος του χαρτοφυλακίου παρουσίασε μικρή μείωση κατά τη διάρκεια της πενταετούς περιόδου, καθώς η συνολική απόδοση και οι νέες συνεισφορές που ελήφθησαν δεν

---

[7] ΕΕ L 255 της 23.9.2008, σ. 28.

[8] Πρέπει να σημειωθεί ότι η δραστηριότητα διαχείρισης των περιουσιακών στοιχείων εποπτεύεται από ειδική λειτουργία διαχείρισης κινδύνων, η οποία παρακολουθεί την τήρηση του εσωτερικού πλαισίου διαχείρισης κινδύνων της Επιτροπής. Επιπλέον, τα συστήματα και οι διαδικασίες διαχείρισης κινδύνων και περιουσιακών στοιχείων υπόκεινται σε τακτικούς ελέγχους, που διενεργούνται από εσωτερικούς και εξωτερικούς ελεγκτές, καθώς και από το Ευρωπαϊκό Ελεγκτικό Συνέδριο. Δεν έχουν τεθεί σημαντικά ζητήματα όσον αφορά τη διαχείριση των κεφαλαίων.

[9] Η τελευταία έκθεση είναι η «FINANCIAL REPORT of the European Coal and Steel Community in Liquidation (ECSC i.L.) at 31 December 2016», (C(2017)5870).

αντιστάθμισαν τις σωρευτικές εκροές ύψους 216,4 εκατ. EUR[10], που καταβλήθηκαν στη ΓΔ RTD και χρησιμοποιήθηκαν για τη χρηματοδότηση της έρευνας σε τομείς συναφείς με τη βιομηχανία άνθρακα και χάλυβα[11]. Εν γένει, η συνολική αγοραία αξία του χαρτοφυλακίου την 31η Δεκεμβρίου 2016 ανερχόταν σε 1,69 δισ. EUR, έναντι 1,74 δισ. EUR την 30ή Ιουνίου 2012, σημειώνοντας μείωση της τάξης του 2,8 %.

Παρά τις σχετικά καλές επιδόσεις του χαρτοφυλακίου ΕΚΑΧ, σε σύγκριση με τους σχετικούς δείκτες αναφοράς, τα έσοδα που διατίθενται για τη χρηματοδότηση ερευνητικών έργων για τον Άνθρακα και τον Χάλυβα μειώνονται τα τελευταία χρόνια. Αυτό οφείλεται πρωτίστως στο περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων. Έχει οδηγήσει σε σημαντική μείωση των αποδόσεων και έχει επηρεάσει αρνητικά τα έσοδα από το χαρτοφυλάκιο που θα μπορούσαν να διατεθούν για το Ταμείο Έρευνας για τον Άνθρακα και τον Χάλυβα.

Λόγοι αλλαγής και προτάσεις σχετικά με τις δημοσιονομικές κατευθυντήριες γραμμές

Ιστορικό

Στο τέλος του 2016, οι επιδόσεις του χαρτοφυλακίου, από τότε που εκδόθηκε η απόφαση 2003/77/ΕΚ, υπήρξαν ικανοποιητικές, δεδομένων των συντηρητικών επενδυτικών κατευθυντήριων γραμμών. Ωστόσο, τα τελευταία έτη, οι συνθήκες της αγοράς έχουν υποστεί ουσιαστικές αλλαγές. Όσον αφορά τις μελλοντικές προοπτικές, οι χρηματοπιστωτικές αγορές γενικά και οι αγορές ομολόγων του ευρώ ειδικότερα αντιμετωπίζουν ακόμα μεγαλύτερες προκλήσεις, λόγω των έντονα αρνητικών αποδόσεων (ιδίως όσον αφορά τίτλους από εκδότες με ύψιστη πιστωτική ποιότητα), μεγάλων πιθανοτήτων έκθεσης σε κίνδυνο επιτοκίου[12] και σημαντικά μειωμένης ρευστότητας (ιδίως όσον αφορά ομόλογα που διατίθενται προς αγορά) – γεγονός που συνεπάγεται αυξημένες πιθανότητες για πολύ χαμηλές, ή ακόμη και μηδενικές, αποδόσεις.

Επί του παρόντος, οι δύο βασικές υποθέσεις εργασίας είναι ότι 1) το χαρτοφυλάκιο της ΕΚΑΧ έχει μακροπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα και 2) είναι σχετικά απαλλαγμένο από σημαντικές υποχρεώσεις και, συνεπώς, δεν υπόκειται σε σημαντικές εκροές. Σε αυτή τη βάση, προτείνεται η διεύρυνση του σύμπαντος των πιθανών επιτρεπόμενων επενδύσεων βάσει των δημοσιονομικών κατευθυντήριων γραμμών, προκειμένου να μετριαστεί, όσο το δυνατόν περισσότερο, ο αντίκτυπος των χαμηλών ή αρνητικών αποδόσεων και να ενισχυθεί η διαφοροποίηση και η ανθεκτικότητα του χαρτοφυλακίου. Στη συνέχεια παρατίθενται διάφορες προτάσεις. Αυτές οι διευρυμένες επενδυτικές δυνατότητες πρέπει να υλοποιούνται με τρόπους που συνάδουν με τη διατήρηση του κεφαλαίου σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα και με τους στόχους σταθερότητας της εντολής, ενισχύοντας παράλληλα τις προσδοκώμενες αποδόσεις του χαρτοφυλακίου.

[10] Τα ποσά που διατέθηκαν στη ΓΔ RTD βασίζονται σε λογιστικά στοιχεία που υπόκεινται σε μηχανισμό «εξομάλυνσης», γεγονός που συνεπάγεται ότι, σε περιόδους χαμηλότερων αποδόσεων/χαμηλότερων τοκομεριδίων, οι εκροές ενδέχεται να υπερβούν τις αποδόσεις του χαρτοφυλακίου.

[11] Όπως προβλέπεται στην απόφαση 2003/77/ΕΚ του Συμβουλίου.

[12] Δεδομένου του περιβάλλοντος πολύ χαμηλών αποδόσεων, αναμένεται ότι ο κίνδυνος αύξησης των επιτοκίων θα παραμείνει σε υψηλά επίπεδα στο ορατό μέλλον. Για παράδειγμα, εάν οι κεντρικές τράπεζες αρχίσουν να εξομαλύνουν επιθετικά τη νομισματική πολιτική, σε περίπτωση αύξησης του πληθωρισμού, η αγοραία αξία των τίτλων σταθερού εισοδήματος θα μειωθεί.

Οι προτάσεις για τροποποίηση των δημοσιονομικών κατευθυντήριων γραμμών θα διευρύνουν το επιλέξιμο επενδυτικό σύμπαν των διαθέσιμων περιουσιακών στοιχείων/μέσων και τους πιθανούς συνδυασμούς ανάληψης κινδύνων (π.χ. κίνδυνος επιτοκίου και πιστωτικός κίνδυνος ή ακόμη και κάποιες διαφοροποιημένες μορφές κινδύνου της αγοράς μετοχών). Νέες επενδυτικές ευκαιρίες θα επιτρέψουν την αποτελεσματικότερη διαχείριση του χαρτοφυλακίου (όσον αφορά τη διαφοροποίηση και την αντιστάθμιση κινδύνου-απόδοσης) και με υψηλότερες προσδοκώμενες αποδόσεις μακροπρόθεσμα.

Θα πρέπει να γίνει κατανοητό ότι, βραχυπρόθεσμα έως μεσοπρόθεσμα, οι συγκεκριμένες προτάσεις θα μπορούσαν, ανάλογα με τις συνθήκες της αγοράς, να αυξήσουν τη μεταβλητότητα του χαρτοφυλακίου και ενδέχεται επίσης να οδηγήσουν σε αρνητικές επιδόσεις για περιορισμένα χρονικά διαστήματα τα οποία χαρακτηρίζονται από ασυνήθιστες ή απροσδόκητες συνθήκες στην αγορά.

Σε γενικές γραμμές, η διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων συνεπάγεται επενδυτικό κίνδυνο ο οποίος δεν μπορεί να εξαλειφθεί πλήρως, ενώ οι αποδόσεις των επενδύσεων μπορεί να είναι θετικές ή αρνητικές. Σε περιόδους πολύ χαμηλών επιτοκίων και πιθανών αυξήσεων των επιτοκίων κατά τα προσεχή έτη, ο μόνος τρόπος βελτίωσης των προσδοκώμενων αποδόσεων είναι η αποδοχή μεγαλύτερου κινδύνου/μεγαλύτερης μεταβλητότητας. Λόγω του εγγενούς χαρακτήρα των επενδύσεων, των μεταβαλλόμενων συνθηκών της αγοράς και του περιβάλλοντος των επιτοκίων, ακόμη και τα ασφαλή και ρευστά περιουσιακά στοιχεία ενδέχεται να οδηγήσουν σε αρνητικές αποδόσεις[13].

Τρέχουσες δημοσιονομικές κατευθυντήριες γραμμές

Οι τρέχουσες δημοσιονομικές κατευθυντήριες γραμμές ακολουθούν σχετικά συντηρητική προσέγγιση. Αυτό αντικατοπτρίζεται, για παράδειγμα, στα αυστηρά απόλυτα όρια (π.χ. ανώτατο ποσό 250 εκατ. EUR ανά κράτος μέλος της ΕΕ), στις υψηλές αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας (π.χ. ελάχιστη αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας ΑΑ, με εξαίρεση τα κράτη μέλη και τα θεσμικά όργανα της ΕΕ) και στους περιορισμούς όσον αφορά τη μέγιστη ληκτότητα (π.χ. μέγιστο χρονικό όριο 10,5 ετών κατά την αγορά).

Σύμφωνα με τους υφιστάμενους περιορισμούς, αποκλείονται οι επενδύσεις του χαρτοφυλακίου της ΕΚΑΧ σε ευρύ φάσμα χρηματοπιστωτικών περιουσιακών στοιχείων. Για παράδειγμα:

- οι περιορισμοί όσον αφορά τις αξιολογήσεις αποκλείουν σχεδόν το σύνολο των αγορών εταιρικών και χρηματοπιστωτικών ομολόγων. Η ανάληψη κινδύνων στις τελευταίες θα μπορούσε να προσφέρει διαφοροποίηση και υψηλότερες αποδόσεις, γεγονός που θα συνέβαλε στον μετριασμό του αντικτύπου των αρνητικών βραχυπρόθεσμων επιτοκίων[14] στο υφιστάμενο περιβάλλον·
- ανάλογα επιχειρήματα μπορούν να προκύψουν σχετικά με τα όρια ληκτότητας. Αυτά αποτρέπουν τις επενδύσεις σε πιο μακροχρόνια ομόλογα, τα οποία θα μπορούσαν να

[13] Κατά την περίοδο που συντάχθηκε η παρούσα έκθεση, το επιτόκιο του γερμανικού διετούς ομολόγου, για παράδειγμα, είναι σχεδόν **μείον** 0,75 % ετησίως (ενώ το γερμανικό δεκαετές ομόλογο παρέχει επιτόκιο μόλις +0,4 % περίπου ετησίως).

[14] Ανατρέξτε επίσης στο σημείο Δ κατωτέρω για πιο εξελιγμένο τρόπο διαχείρισης του κινδύνου/της διάρκειας των επιτοκίων.

αποφέρουν παρόμοια οφέλη[15]. Η τροποποίηση των συγκεκριμένων περιορισμών θα επιτρέψει τη διαφοροποιημένη κατανομή των περιουσιακών στοιχείων με υψηλότερες προσδοκώμενες αποδόσεις για το χαρτοφυλάκιο, διατηρώντας παράλληλα τον συνολικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου σε παρόμοια επίπεδα με τα σημερινά, χάρη στις αρνητικές επιπτώσεις της συσχέτισης·

- ορισμένες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων και τεχνικών διαχείρισης κινδύνου εξαιρούνται επίσης από τις ισχύουσες επενδυτικές κατευθυντήριες γραμμές.

Ως εκ τούτου, συνιστούμε αλλαγή των υφιστάμενων κατευθυντήριων γραμμών, προκειμένου να καταστεί δυνατή η επέκταση του συνόλου των επενδυτικών δυνατοτήτων μέσω της διεύρυνσης των επενδυτικών ορίων, συμπεριλαμβανομένων νέων κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων, τα οποία αναμένεται να επιτρέψουν στο χαρτοφυλάκιο της ΕΚΑΧ να επιτύχει υψηλότερες, σταθμισμένες έναντι του κινδύνου, αποδόσεις μακροπρόθεσμα. Οι εν λόγω τροποποιήσεις θα είναι συμβατές με τις απαιτήσεις που προβλέπονται στο άρθρο 2 παράγραφος 1 της απόφασης 2003/76/ΕΚ του Συμβουλίου.

Προτεινόμενες αλλαγές στις δημοσιονομικές κατευθυντήριες γραμμές

Α. Προσαρμογή των περιορισμών όσον αφορά τα απόλυτα όρια, τις αξιολογήσεις και τη ληκτότητα

Προτείνεται η υιοθέτηση μιας πιο δυναμικής προσέγγισης όσον αφορά τις τεχνικές πτυχές της εφαρμογής που απαιτούν ορισμένη ευελιξία (όπως ο καθορισμός των ορίων κινδύνου, της ληκτότητας και της συγκέντρωσης).

Αυτό θα επιτρέψει την τακτικότερη διαβάθμισή τους, σύμφωνα με τις εξελισσόμενες συνθήκες της αγοράς. Θα βασίζεται στις πρόσφατες κατευθυντήριες γραμμές που εκδόθηκαν για το εγγυητικό κεφάλαιο του Ευρωπαϊκού Ταμείου Στρατηγικών Επενδύσεων[16], ένα από τα βασικά χαρτοφυλάκια που διαχειρίζεται η Επιτροπή.

Η ανοχή κινδύνου θα μπορούσε επίσης να προσδιοριστεί με ευρύτερους όρους (π.χ. παραθέτοντας όλες τις επιλέξιμες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων). Τα όρια θα μπορούσαν να εκφραστούν καλύτερα ως αγοραία και όχι ονομαστική αξία και να προσδιοριστούν ως μέγιστο ποσοστό ανοίγματος της συνολικής αγοραίας αξίας του χαρτοφυλακίου. Με τον τρόπο αυτόν, προσδιορίζονται με μεγαλύτερη ακρίβεια τα ανοίγματα, δεδομένου ότι, λόγω του περιβάλλοντος χαμηλών ή αρνητικών αποδόσεων, η τιμή πολλών τίτλων είναι σημαντικά υπέρ το άρτιο (100 %) και η ονομαστική αξία δεν αντικατοπτρίζει πλέον την πραγματική οικονομική αξία των εν λόγω ανοιγμάτων. Μια ποσοστιαία προσέγγιση σχετικά με τα όρια η οποία να στηρίζεται στην αγοραία αξία έχει καταστεί ιδιαίτερα σημαντική, σε περίπτωση που αλλάξει η συνολική αγοραία αξία του χαρτοφυλακίου, είτε λόγω αποτίμησης της αγοράς είτε λόγω εισροών ή εκροών.

Β. Πραγματοποίηση επενδύσεων σε άλλα νομίσματα

Επί του παρόντος, στις δημοσιονομικές κατευθυντήριες γραμμές δεν γίνεται καμία αναφορά στην επιλεξιμότητα των επενδύσεων σε ξένο νόμισμα. Σε αυτό το πλαίσιο, θα πρέπει να

[15] Ένα ακόμη όφελος που προκύπτει από τα μακροπρόθεσμα ομόλογα είναι η υψηλότερη κυρτότητα· με απλούς όρους, οι αγοραίες αξίες τους έχουν μεγαλύτερο κέρδος από μια δεδομένη μείωση των επιτοκίων, σε σύγκριση με τις απώλειες από ισοδύναμη αύξηση των επιτοκίων.

[16] Απόφαση C(2016)165 της Επιτροπής.

σημειωθεί ότι οι επενδύσεις σε ευρώ αντιπροσωπεύουν μόλις το 25 % της παγκόσμιας αγοράς ομολόγων.

Ως εκ τούτου, προτείνεται να επιτραπούν ρητά οι επενδύσεις σε νομίσματα άλλων μεγάλων οικονομιών και/ή άλλων κρατών μελών της ΕΕ, προκειμένου να ενισχυθεί η διαφοροποίηση.

Ειδικότερα, η επένδυση (εν μέρει) σε τίτλους σε δολάρια θα επιτρέψει την πρόσβαση σε μεγάλες αγορές με ρευστότητα, όπως η αγορά χρεωστικών τίτλων της αμερικανικής κυβέρνησης. Αυτό θα μπορούσε να αποβεί χρήσιμο, δεδομένων των προαναφερθέντων περιορισμών όσον αφορά τη ρευστότητα στις αγορές ομολόγων σε ευρώ. Επιπλέον, οι αγορές των ΗΠΑ δεν χαρακτηρίζονται από αρνητικούς συντελεστές, και θα επιτρέψουν την εξασφάλιση διαφορετικών ανοιγμάτων βάσει της καμπύλης απόδοσης, πιθανόν με μεγαλύτερες ευκαιρίες για διατήρηση αποθέματος/κύλιση θέσης προς τα πίσω[17].

Ο κίνδυνος ζημίας, λόγω της διακύμανσης της συναλλαγματικής ισοτιμίας, θα μπορούσε να αντισταθμιστεί. Υπάρχουν μέσα για την αντιστάθμιση του εν λόγω συναλλαγματικού κινδύνου, όμως στις δημοσιονομικές κατευθυντήριες γραμμές δεν γίνεται καμία αναφορά στο συγκεκριμένο είδος πράξης. Εάν τα ξένα νομίσματα καταστούν σαφώς επιλέξιμα, προτείνεται επίσης να επιτραπεί ρητά στα παράγωγα να αντισταθμίζουν τον συναλλαγματικό κίνδυνο που ενέχουν τα ανοίγματα σε νομίσματα εκτός του ευρώ. Η πραγματική χρήση των συγκεκριμένων μέσων συνεπάγεται φυσικά προσεκτική εξέταση του σχετικού κόστους και των συνθηκών που επικρατούν στην αγορά[18].

Γ. Διεύρυνση του πεδίου των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων

Το 2014, διενεργήθηκε από ομάδα ειδικών της Παγκόσμιας Τράπεζας αξιολόγηση των δραστηριοτήτων διαχείρισης των ρευστών διαθεσίμων και των περιουσιακών στοιχείων της Γενικής Διεύθυνσης Οικονομικών και Χρηματοδοτικών Υποθέσεων (ΓΔ ECFIN). Η Παγκόσμια Τράπεζα εξέτασε λεπτομερώς τις διαδικασίες που εφαρμόζει η ECFIN-L, και κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η ΓΔ ECFIN επιτυγχάνει τους στόχους της όσον αφορά τη διαχείριση των χαρτοφυλακίων που εμπίπτουν στην αρμοδιότητά της, τηρώντας ορθά πρότυπα του κλάδου. Η Παγκόσμια Τράπεζα προέβη επίσης σε ορισμένες συστάσεις για την περαιτέρω βελτίωση της επενδυτικής διαδικασίας και των αποδόσεων.

Ειδικότερα, όσον αφορά τα κεφάλαια με μακροπρόθεσμο ορίζοντα, η Παγκόσμια Τράπεζα τάχθηκε υπέρ της επένδυσης συγκεκριμένου ποσοστού των εν λόγω κεφαλαίων σε μετοχικό κεφάλαιο, πιθανόν μέσω κεφαλαίων συλλογικών επενδύσεων. Τα εν λόγω μέσα, εάν επιλεγούν προσεκτικά, θα επιτρέψουν στο χαρτοφυλάκιο να κερδίσει επαρκώς διαφοροποιημένα ανοίγματα σε μετοχές. Δεδομένου ότι οι μετοχές έχουν σχετικά μικρότερη συσχέτιση με επενδύσεις σταθερού εισοδήματος, θα βελτιώσουν μακροπρόθεσμα το προφίλ κινδύνου-απόδοσης του χαρτοφυλακίου. Αφετέρου, η κατανομή σε μετοχές ενδέχεται να αυξήσει τη μεταβλητότητα των αποδόσεων του χαρτοφυλακίου βραχυπρόθεσμα και

[17] «Διατήρηση αποθέματος»: με απλούς όρους, πρόκειται για το εισόδημα που δικαιούται επενδυτής επειδή έχει στην κατοχή του τίτλο/χαρτοφυλάκιο (δηλαδή δεδουλευμένοι τόκοι/τοκομερίδια), ανεξάρτητα από τυχόν αλλαγές στην αγοραία αξία και/η τις καμπύλες· «κύλιση θέσης προς τα πίσω»: οι καμπύλες αποδόσεων έχουν συνήθως ανοδική κλίση, συνεπώς, καθώς μειώνεται η εναπομένουσα ληκτότητα ομολόγου, εάν όλοι οι άλλοι όροι παραμείνουν ίδιοι, οι επενδυτές απαιτούν χαμηλότερη απόδοση – γεγονός που ωφελεί την τιμή ενός ομολόγου, αφού οι τιμές είναι αντιστρόφως ανάλογες προς τις αποδόσεις.

[18] Πρέπει να σημειωθεί ότι οι υπηρεσίες της Επιτροπής έχουν αποκτήσει εμπειρία σε τέτοιου είδους πράξεις, που έχουν επιτραπεί στο πλαίσιο των κατευθυντήριων γραμμών της διαχείρισης των περιουσιακών στοιχείων του εγγυητικού κεφαλαίου του ΕΤΣΕ.

μεσοπρόθεσμα. Η χρήση ανοίγματος σε μετοχές μέσω ταμείων (ή διαπραγματεύσιμων αμοιβαίων κεφαλαίων) θα μετριάσει τους συγκεκριμένους κινδύνους.

Οι οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων αναφέρονται ήδη στις τρέχουσες κατευθυντήριες γραμμές, συνδέονται όμως με απαίτηση πιστοληπτικής ικανότητας τουλάχιστον ΑΑ, γεγονός που, εκ των πραγμάτων, συνεπάγεται κυρίως βραχυπρόθεσμους συλλογικούς φορείς σταθερού εισοδήματος μόνο, αποκλείοντας την πλειονότητα των ταμείων σταθερής απόδοσης και των μετοχικών κεφαλαίων που δεν διαθέτουν πιστοληπτική ικανότητα.

Ως εκ τούτου, προτείνεται η αποσαφήνιση του πεδίου των επιλέξιμων κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων και των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων προκειμένου να συμπεριληφθούν σε αυτό οι επενδύσεις μετοχικού κεφαλαίου και να διευρυνθούν οι επενδύσεις σταθερού εισοδήματος, συμπεριλαμβανομένων των επαρκώς διαφοροποιημένων οργανισμών.

Συνοπτικά, προτείνεται να καταστούν επιλέξιμοι όλοι οι τύποι οργανισμών συλλογικών επενδύσεων (π.χ. τα αμοιβαία κεφάλαια βραχυπρόθεσμων επενδύσεων, τα διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια ή τα αμοιβαία κεφάλαια). Αυτά μπορούν να παρέχουν διαφορετικού βαθμού διαφοροποίηση όσον αφορά τη ανάληψη κινδύνων σε δείκτες αγοράς ευρείας βάσης, σε συγκεκριμένους γεωγραφικούς τομείς και/ή σε συγκεκριμένες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων όπως το σταθερό εισόδημα και/ή οι μετοχές.

Δ. Δυνατότητα άλλων μέσων αντιστάθμισης να διαχειρίζονται κινδύνους επιτοκίου

Στο πλαίσιο αξιολόγησης από ομοτίμους που διενεργήθηκε από την Παγκόσμια Τράπεζα, επισημάνθηκε ότι δεν επιτρέπονται επί του παρόντος μέσα όπως οι πράξεις ανταλλαγής επιτοκίων και/ή τα ομόλογα μελλοντικής εκπλήρωσης. Ωστόσο, τα εν λόγω μέσα αποτελούν εργαλεία για την αποτελεσματική διαχείριση του κινδύνου επιτοκίων και χρησιμοποιούνται σήμερα συχνά από δημόσια χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Συνήθως οι συγκεκριμένες αγορές παρουσιάζουν επίσης ρευστότητα. Για παράδειγμα, κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης, η προθεσμιακή αγορά διατήρησε υψηλή ρευστότητα σε αντίθεση με την αγορά ρευστών διαθέσιμων κρατικών ομολόγων. Η χρήση των εν λόγω μέσων θα πλαισιωθεί από αυστηρές διαδικασίες εκτίμησης κινδύνων και συστήματα ΤΠ προκειμένου να καταστεί δυνατή η παρακολούθηση και η διαχείριση των συναφών επιχειρησιακών ροών εργασίας, καθώς και ο εγγενής κίνδυνος της συγκεκριμένης αγοράς. Η χρήση των μέσων αυτών απαιτεί επίσης την ανάπτυξη ικανοτήτων και υποδομών για την εξυπηρέτηση του μηχανισμού κάλυψης διαφορών αποτίμησης και τον εντοπισμό/αιτιολόγηση των αλλαγών της αξίας των εν λόγω μέσων.

Συμπέρασμα

Κατά την περίοδο επισκόπησης 2012 – 2017, το χαρτοφυλάκιο εκπλήρωσε τους στόχους του όσον αφορά την παροχή κεφαλαίων ανάλογα με τις ανάγκες, διατηρώντας υψηλό βαθμό ασφάλειας και σταθερότητας και επιτυγχάνοντας ικανοποιητική θετική απόδοση σε σύγκριση με τους σχετικούς δείκτες αναφοράς.

Ωστόσο, έκτοτε οι χρηματοπιστωτικές αγορές γενικά, και οι αγορές ομολόγων του ευρώ ειδικότερα αντιμετωπίζουν μεγαλύτερες δυσκολίες, ιδίως λόγω των αρνητικών επιτοκίων και της μειωμένης ρευστότητας.

Προκειμένου να ενισχυθούν η διαφοροποίηση, η ανθεκτικότητα και οι μακροπρόθεσμες προσδοκώμενες αποδόσεις του χαρτοφυλακίου, η Επιτροπή πιστεύει ότι οι επενδυτικές κατευθυντήριες γραμμές θα πρέπει να επεκταθούν σύμφωνα με τα συμπεράσματα της παρούσας έκθεσης. Αυτό θα επιτρέψει στο χαρτοφυλάκιο να διατηρήσει την ικανότητά του να αποφέρει υψηλότερες σταθμισμένες κατά του κινδύνου αποδόσεις.

Σε αυτό το πλαίσιο, η Επιτροπή θα υποβάλει πρόταση απόφασης του Συμβουλίου για την τροποποίηση της απόφασης 2003/77/ΕΚ, για τον καθορισμό δημοσιονομικών κατευθυντήριων γραμμών πολυετούς διάρκειας για τη διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων της υπό εκκαθάριση ΕΚΑΧ.