



ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ
ΕΠΙΤΡΟΠΗ

Βρυξέλλες, 23.9.2020
COM(2020) 574 final

ΕΚΘΕΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΠΡΟΣ ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟ ΚΑΙ ΤΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ

**δυνάμει του άρθρου 85 παράγραφος 2 του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 648/2012 του
Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 4ης Ιουλίου 2012, για τα
εξωχρηματιστηριακά παράγωγα, τους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους και τα αρχεία
καταγραφής συναλλαγών, όπως τροποποιήθηκε με τον κανονισμό (ΕΕ) 2019/834, όσον
αφορά την αξιολόγηση του κατά πόσον έχουν αναπτυχθεί βιώσιμες τεχνικές λύσεις για
τη μεταφορά από τους μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων χρηματικών και μη
χρηματικών ασφαλειών, ως περιθωρίων διαφορών αποτίμησης, και της ανάγκης λήψης
μέτρων για τη διευκόλυνση αυτών των βιώσιμων τεχνικών λύσεων**

ΕΚΘΕΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΠΡΟΣ ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟ ΚΑΙ ΤΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ

δυνάμει του άρθρου 85 παράγραφος 2 του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 648/2012 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 4ης Ιουλίου 2012, για τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα, τους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους και τα αρχεία καταγραφής συναλλαγών, όπως τροποποιήθηκε με τον κανονισμό (ΕΕ) 2019/834, όσον αφορά την αξιολόγηση του κατά πόσον έχουν αναπτυχθεί βιώσιμες τεχνικές λύσεις για τη μεταφορά από τους μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων χρηματικών και μη χρηματικών ασφαλειών, ως περιθωρίων διαφορών αποτίμησης, και της ανάγκης λήψης μέτρων για τη διευκόλυνση αυτών των βιώσιμων τεχνικών λύσεων

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ο κανονισμός για τις υποδομές των ευρωπαϊκών αγορών (EMIR)¹, με τον οποίο θεσπίστηκαν το 2012 στην ΕΕ οι μεταρρυθμίσεις της G-20 σχετικά με τις συμβάσεις εξωχρηματιστηριακών παραγώγων, χορήγησε στις οντότητες που διαχειρίζονται μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων προσωρινή εξαίρεση από την υποχρέωση κεντρικής εκκαθάρισης σε σχέση με ορισμένους τύπους εξωχρηματιστηριακών παραγώγων².

Σύμφωνα με τον κανονισμό, οι μηχανισμοί συνταξιοδοτικών καθεστώτων περιλαμβάνουν τα ιδρύματα επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών (ΙΕΣΠ), όπως ορίζονται στο άρθρο 6 στοιχείο α) της οδηγίας 2003/41/ΕΚ, τις δραστηριότητες των ιδρυμάτων στον τομέα της επαγγελματικής συνταξιοδότησης βάσει του άρθρου 3 της εν λόγω οδηγίας, τις επαγγελματικές συνταξιοδοτικές παροχές των ασφαλιστικών επιχειρήσεων που καλύπτονται από την οδηγία 2002/83/ΕΚ (υπό την προϋπόθεση ότι τα στοιχεία ενεργητικού και παθητικού που αντιστοιχούν στις εν λόγω δραστηριότητες διαχωρίζονται από τις υπόλοιπες δραστηριότητες των ασφαλιστικών επιχειρήσεων), καθώς και οποιαδήποτε άλλη εξουσιοδοτημένη και εποπτευόμενη οντότητα ή μηχανισμό που δραστηριοποιείται σε εθνικό επίπεδο με πρωταρχικό σκοπό την προσφορά συνταξιοδοτικών παροχών.

Η χορήγηση της προσωρινής εξαίρεσης αποσκοπούσε στη συνεκτίμηση τόσο των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών του επιχειρηματικού μοντέλου των εν λόγω οντοτήτων όσο και των επιπτώσεων που θα μπορούσε να έχει η υποχρεωτική εκκαθάριση στις συντάξεις: όπως υπενθυμίζεται στην αιτιολογική σκέψη 26 του κανονισμού EMIR, οι οντότητες που διαχειρίζονται μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων «ελαχιστοποιούν κατά κανόνα τις τοποθετήσεις τους σε ρευστό προκειμένου να

¹ Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 648/2012.

² Η εξαίρεση αφορά τις συμβάσεις εξωχρηματιστηριακών παραγώγων για τις οποίες μπορεί να μετρηθεί αντικειμενικά ότι μειώνουν τους επενδυτικούς κινδύνους που συνδέονται άμεσα με τη χρηματοοικονομική φερεγγυότητα των μηχανισμών συνταξιοδοτικών καθεστώτων, καθώς και τις οντότητες που έχουν συσταθεί για να παρέχουν αποζημίωση σε μέλη των μηχανισμών αυτών σε περίπτωση αδυναμίας πληρωμής και τους μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων που συναντούν δυσχέρειες να τηρήσουν τις απαιτήσεις κάλυψης του περιθωρίου διαφορών αποτίμησης (άρθρο 89 του κανονισμού EMIR).

μεγιστοποιηθούν η αποδοτικότητα και τα οφέλη για τους ασφαλισμένους τους. Συνεπώς, η απαίτηση προς τις οντότητες αυτές για κεντρική εκκαθάριση συμβάσεων εξωχρηματιστηριακών παραγώγων θα κατέληγε σε αποεπένδυση σημαντικού ποσοστού των περιουσιακών στοιχείων τους έναντι μετρητών, προκειμένου να καλύψουν τις τρέχουσες απαιτήσεις περιθωρίου ασφαλείας των κεντρικών αντισυμβαλλομένων». Η κεντρική εκκαθάριση εξωχρηματιστηριακών παραγώγων προϋποθέτει επαρκή διαθέσιμα ποσά μετρητών για την κάλυψη των απαιτήσεων περιθωρίου ασφαλείας των κεντρικών αντισυμβαλλομένων. Όπως αναγνωρίζεται στο πλαίσιο του κανονισμού EMIR, η κατοχή μεγάλων ποσών μετρητών για την εκπλήρωση πιθανών απαιτήσεων κάλυψης περιθωρίου διαφορών αποτίμησης θα μπορούσε να έχει αρνητικές επιπτώσεις στο συνταξιοδοτικό εισόδημα των συνταξιούχων.

Ανεξάρτητη μελέτη που υπέβαλαν στην Επιτροπή το 2014 η Europe Economics και η Bourse Consult εκτίμησε το πιθανό περιθώριο διαφορών αποτίμησης που θα μπορούσαν να υποχρεωθούν να καταβάλουν τα συνταξιοδοτικά ταμεία της ΕΕ σε περίπτωση μεταβολής της τάξης του 1 % στα επιτόκια. Παρότι η μελέτη κάλυπτε και το Ηνωμένο Βασίλειο, από τα αποτελέσματα εξαιρουμένου του Ηνωμένου Βασιλείου προκύπτει ότι το σχετικό ποσό θα μπορούσε να κυμαίνεται μεταξύ των 106 και 133 δισ. EUR, με περαιτέρω αύξηση του ποσού αυτού σε σενάρια πιο ακραίων καταστάσεων.

Πιο πρόσφατα εκπονήθηκαν επιπλέον μελέτες από το Ευρωσύστημα³ και την κεντρική τράπεζα της Δανίας⁴. Από τις μελέτες αυτές αφήνεται να εννοηθεί ότι το πιθανό περιθώριο διαφορών αποτίμησης των ολλανδικών και των δανικών συνταξιοδοτικών ταμείων —τα οποία αντιπροσωπεύουν περίπου το 52 % των χρηματοοικονομικών στοιχείων ενεργητικού των ευρωπαϊκών συνταξιοδοτικών ταμείων (εξαιρουμένου του Ηνωμένου Βασιλείου)⁵— βάσει του ίδιου σεναρίου ακραίων καταστάσεων (μεταβολή των επιτοκίων κατά 1 %) θα ήταν κάτω των 53 δισ. EUR και των 106 δισ. DKK (ή περίπου 14 δισ. EUR) αντίστοιχα. Κατά συνέπεια, θα ήταν ελαφρώς χαμηλότερο σε σύγκριση με τα αντίστοιχα αριθμητικά στοιχεία⁶ της προαναφερόμενης ανεξάρτητης μελέτης. Με βάση τα ταμειακά υπόλοιπα, η συνολική υστέρηση ταμειακών ροών θα μπορούσε να ανέλθει έως και στα 17 δισ. EUR για το σύνολο των συνταξιοδοτικών ταμείων της ζώνης του ευρώ⁷.

³ Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, Financial Stability Review, Μάιος 2020. Οι εκτιμήσεις για τα ολλανδικά συνταξιοδοτικά ταμεία κυμαίνονται από 36 έως 47 δισ. EUR· δεδομένου ότι τα ολλανδικά συνταξιοδοτικά ταμεία κατέχουν περίπου το 89 % των συμφωνιών ανταλλαγών επιτοκίου των συνταξιοδοτικών ταμείων της ζώνης του ευρώ, εκτιμάται ότι οι απαιτήσεις περιθωρίου για όλα τα συνταξιοδοτικά ταμεία της ζώνης του ευρώ κυμαίνονται μεταξύ 40 και 53 δισ. EUR.

⁴ Danmarks Nationalbank, «Pension companies will have large liquidity needs if interest rates rise», Νοέμβριος 2019.

⁵ Σύμφωνα με τους λογαριασμούς της ζώνης του ευρώ στο τέλος του 2019.

⁶ Τα αντίστοιχα αριθμητικά στοιχεία ανέρχονται περίπου σε 60 και 27 δισ. EUR όσον αφορά τα ολλανδικά και τα δανικά συνταξιοδοτικά ταμεία αντίστοιχα.

⁷ Οι εκτιμήσεις για την υστέρηση ταμειακών ροών των ολλανδικών συνταξιοδοτικών ταμείων κυμαίνονται μεταξύ 6 και 15 δισ. EUR. Λαμβανομένου υπόψη ότι τα ολλανδικά συνταξιοδοτικά ταμεία κατέχουν περίπου το 89 % των συμφωνιών ανταλλαγών επιτοκίου των συνταξιοδοτικών ταμείων της ζώνης του

Παρόμοιες διακυμάνσεις των επιτοκίων, των εξόδων και των κινδύνων δεν θα αφορούσαν μόνο τους μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων, αλλά θα είχαν αντίκτυπο και σε άλλες χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις που εκκαθαρίζουν κεντρικά (π.χ. επενδυτικά κεφάλαια, ασφαλιστικές εταιρείες), ενώ ενδέχεται επίσης να προκύψουν κίνδυνοι αθέτησης λόγω έλλειψης επιλέξιμων ασφαλειών σε περίπτωση διαπραγμάτευσης παραγώγων σε διμερή βάση, και όχι μόνο σε περίπτωση κεντρικής εκκαθάρισης. Ωστόσο, η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ESMA) αναγνωρίζει στην πρώτη έκθεσή της σχετικά με το θέμα αυτό ότι οι μηχανισμοί συνταξιοδοτικών καθεστώτων φαίνεται να είναι πιο περιοριστικοί όσον αφορά την ικανότητά τους να μετριάζουν αυτούς τους κινδύνους μέσω της ευελιξίας των επενδυτικών στρατηγικών, της διαθεσιμότητας επενδύσεων που ανταποκρίνονται στις υποχρεώσεις τους ή της πρόσβασης σε πηγές ρευστότητας, όπως αναλύονται στις ενότητες που ακολουθούν.

Η προσωρινή εξαίρεση αποσκοπούσε στην παροχή του απαιτούμενου χρόνου για την εύρεση κατάλληλης τεχνικής λύσης, η οποία θα παρείχε στους μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων τη δυνατότητα κεντρικής εκκαθάρισης σε επίπεδο κεντρικών αντισυμβαλλομένων, αποφεύγοντας παράλληλα σημαντικές δυσμενείς επιπτώσεις στο εισόδημα των συνταξιούχων. Στο πλαίσιο του κανονισμού, οι δραστηριότητες εξωχρηματιστηριακών παραγώγων των μηχανισμών συνταξιοδοτικών καθεστώτων υπόκεινται ήδη —βάσει των σχετικών κατωφλίων— στις απαιτήσεις μετριασμού του λειτουργικού κινδύνου και στις απαιτήσεις περιθωρίου ασφαλείας για τις μη εκκαθαριζόμενες εξωχρηματιστηριακές συναλλαγές που προβλέπονται στο άρθρο 11, οι οποίες άρχισαν να εφαρμόζονται το 2017 σύμφωνα με τις διατάξεις σταδιακής εφαρμογής⁸: οι απαιτήσεις αυτές έχουν ως στόχο την αντιμετώπιση των κινδύνων που συνδέονται με τα μη κεντρικά εκκαθαριζόμενα παράγωγα, με την παροχή παράλληλα κινήτρων για την υλοποίηση κεντρικής εκκαθάρισης. Οι μηχανισμοί συνταξιοδοτικών καθεστώτων υπόκεινται επίσης στις υποχρεώσεις αναφοράς του κανονισμού EMIR.

Παρότι οι συζητήσεις με τους μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων και άλλα ενδιαφερόμενα μέρη επιβεβαιώνουν ότι οι εν λόγω μηχανισμοί επιθυμούν την εκκαθάριση συναλλαγών σε επίπεδο κεντρικών αντισυμβαλλομένων, και όντως το πράττουν ήδη σε ορισμένες περιπτώσεις, η υποχρεωτική εκκαθάριση εξακολουθεί να εγείρει προκλήσεις. Ως εκ τούτου, η εξαίρεση από την κεντρική εκκαθάριση παρατάθηκε με την πάροδο των ετών διότι δεν έχει προκύψει καμία βιώσιμη τεχνική λύση. Η αναθεώρηση του κανονισμού EMIR στο πλαίσιο του προγράμματος REFIT (EMIR Refit), που άρχισε να ισχύει τον Ιούνιο του 2019, παρατείνει την εξαίρεση έως τον Ιούνιο του 2021 με δυνατότητα περαιτέρω —ετήσιας κατά μέγιστο— παράτασης δύο φορές, μέσω κατ' εξουσιοδότηση πράξεων της Επιτροπής. Ωστόσο, ο απώτερος σκοπός του κανονισμού εξακολουθεί να είναι η κεντρική εκκαθάριση των μηχανισμών συνταξιοδοτικών καθεστώτων το συντομότερο δυνατόν, λαμβανομένου υπόψη ότι οι

ευρώ, η υστέρηση ταμειακών ροών όσον αφορά όλα τα συνταξιοδοτικά ταμεία της ζώνης του ευρώ θα μπορούσε να ανέλθει έως και στα 17 δισ. EUR.

⁸ Κατ' εξουσιοδότηση κανονισμός (ΕΕ) 2016/2251 της Επιτροπής.

τρέχουσες κανονιστικές εξελίξεις και εξελίξεις στην αγορά θα πρέπει να παρέχουν στους συμμετέχοντες στην αγορά τη δυνατότητα να αναπτύσσουν κατάλληλες λύσεις (αιτιολογική σκέψη 30 του κανονισμού EMIR). Οι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι, τα εκκαθαριστικά μέλη και οι μηχανισμοί συνταξιοδοτικών καθεστώτων υποχρεούνται να καταβάλουν κάθε δυνατή προσπάθεια ώστε να συμβάλουν στην ανάπτυξη λύσεων αυτού του είδους.

Σύμφωνα με το άρθρο 85 του κανονισμού EMIR Refit, η Επιτροπή οφείλει να καταρτίζει έως την τελική παράταση της εξαίρεσης ετήσιες εκθέσεις στις οποίες αξιολογείται «κατά πόσον έχουν αναπτυχθεί βιώσιμες τεχνικές λύσεις για τη μεταφορά από τους μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων χρηματικών και μη χρηματικών ασφαλειών, ως περιθωρίων διαφορών αποτίμησης, και η ανάγκη λήψης μέτρων για τη διευκόλυνση αυτών των βιώσιμων τεχνικών λύσεων».

Ο κανονισμός ορίζει επίσης ότι η ESMA (ΕΑΚΑΑ), σε συνεργασία με την Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών (ΕΒΑ/ΕΑΤ), την Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων (ΕΙΟΡΑ/ΕΑΑΕΣ) και το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου (ΕSRB/ΕΣΣΚ), υποβάλλει στην Επιτροπή ετήσιες εκθέσεις στις οποίες αξιολογείται το ζήτημα αυτό. Η Επιτροπή έλαβε την πρώτη έκθεση από την ESMA τον Απρίλιο του 2020. Παράλληλα με την έκθεση, η ESMA ξεκίνησε δημόσια διαβούλευση με σκοπό τη συγκέντρωση περαιτέρω στοιχείων από τα ενδιαφερόμενα μέρη και την υποβολή δεύτερης, εκτενέστερης έκθεσης στην Επιτροπή έως τον Δεκέμβριο του 2020. Ως εκ τούτου, η εκτενής έκθεση της ESMA δεν είναι διαθέσιμη ώστε να ενσωματωθεί στην παρούσα έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής.

Ο κανονισμός EMIR Refit εξουσιοδότησε επίσης την Επιτροπή να συγκροτήσει ομάδα εμπειρογνομόνων αποτελούμενη από εκπροσώπους των σχετικών ενδιαφερόμενων μερών προκειμένου να παρακολουθεί τις προσπάθειές τους και να αξιολογεί την πρόοδο που έχει σημειωθεί ως προς την εύρεση βιώσιμων τεχνικών λύσεων. Η ομάδα εμπειρογνομόνων, η οποία συνεχίζει το έργο των προκατόχων της (ομάδα υψηλού επιπέδου της Επιτροπής για τα συνταξιοδοτικά ταμεία), περιλαμβάνει εκπροσώπους των κεντρικών αντισυμβαλλομένων, των εκκαθαριστικών μελών, των μηχανισμών συνταξιοδοτικών καθεστώτων, των κεντρικών τραπεζών και άλλων σχετικών ενδιαφερόμενων μερών· η ομάδα συνεδρίασε δύο φορές, τον Οκτώβριο του 2019 και τον Απρίλιο του 2020 (μέσω τηλεδιάσκεψης) και θα εξακολουθήσει να συνεδριάζει ανά εξάμηνο. Η Επιτροπή εξακολουθεί να αξιοποιεί τις εργασίες της ομάδας εμπειρογνομόνων για την υποβολή των εκθέσεών της στους συννομοθέτες.

2. ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΕΚΘΕΣΗΣ

Με την παρούσα έκθεση, η Επιτροπή εκπληρώνει την υποχρέωση που υπέχει βάσει του άρθρου 85 του κανονισμού EMIR.

Η παρούσα έκθεση λαμβάνει δεόντως υπόψη την πρώτη έκθεση της ESMA, καθώς και τις συζητήσεις που πραγματοποιήθηκαν στο πλαίσιο της ομάδας εμπειρογνομόνων.

Όπως διευκρινίζεται, τα αποτελέσματα της δημόσιας διαβούλευσης που ξεκίνησε η ESMA θα τροφοδοτήσουν τη δεύτερη έκθεση της Επιτροπής, η οποία θα εκδοθεί το επόμενο έτος.

Στην παρούσα έκθεση παρουσιάζεται ανάλυση των κύριων ζητημάτων που διαπίστωσαν τα ενδιαφερόμενα μέρη όσον αφορά την κεντρική εκκαθάριση των μηχανισμών συνταξιοδοτικών καθεστώτων, καθώς και τις λύσεις που έχουν διερευνηθεί μέχρι στιγμής. Όπως προαναφέρθηκε, η εξαίρεση των μηχανισμών συνταξιοδοτικών καθεστώτων από την κεντρική εκκαθάριση ισχύει έως τον Ιούνιο του 2021: δεδομένης της εν λόγω προθεσμίας, η παρούσα έκθεση αποσκοπεί στην ενημέρωση του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για την πρόοδο που έχει σημειωθεί στον συγκεκριμένο τομέα προκειμένου να προσδιοριστούν επίσης οι πτυχές που πρέπει να διερευνηθούν περαιτέρω για την προώθηση μιας εφικτής και βιώσιμης λύσης κεντρικής εκκαθάρισης.

3. ΚΥΡΙΑ ΖΗΤΗΜΑΤΑ ΠΟΥ ΔΙΑΠΙΣΤΩΘΗΚΑΝ

3.1 Πλαίσιο του επιχειρηματικού μοντέλου των μηχανισμών συνταξιοδοτικών καθεστώτων και της χρήσης παραγώγων

Οι ευρωπαϊκοί μηχανισμοί συνταξιοδοτικών καθεστώτων, ιδίως σε ορισμένα κράτη μέλη, όπως οι Κάτω Χώρες και η Δανία, συμμετέχουν ενεργά στην αγορά εξωχρηματοπιστωτικών παραγώγων. Χρησιμοποιούν τα εν λόγω παράγωγα για την αντιστάθμιση των υποχρεώσεων τους από διάφορους κινδύνους, συμπεριλαμβανομένης της μεταβλητότητας των επιτοκίων και του πληθωρισμού, και την προστασία εντέλει των ίδιων από τους κινδύνους χρηματοοικονομικής φερεγγυότητας. Οι υποχρεώσεις των συνταξιοδοτικών ταμείων έναντι των υφιστάμενων και μελλοντικών συνταξιούχων έχουν μακρές περιόδους λήξης, οι οποίες πρέπει να αντιστοιχούν σε μακροπρόθεσμα στοιχεία ενεργητικού· τα εν λόγω στοιχεία ενεργητικού είναι κατά κανόνα κρατικά και εταιρικά ομόλογα· ωστόσο, φαίνεται ότι η πλήρης αντιστάθμιση των υποχρεώσεων με ομόλογα δεν είναι εφικτή για τους μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων της ΕΕ, δεδομένης της περιορισμένης διαθεσιμότητας ομολόγων με τα κατάλληλα χαρακτηριστικά· επιπλέον, τα παράγωγα μπορούν να προσφέρουν πολύ καλύτερη αντιστοίχιση όσον αφορά τις υποχρεώσεις των μηχανισμών συνταξιοδοτικών καθεστώτων επειδή οι συμφωνίες ανταλλαγής (swaps) χρησιμοποιούνται συχνά για την προεξόφληση υποχρεώσεων για τους σκοπούς της αποτίμησης. Όπως αναφέρει η ESMA, η κατάσταση των μηχανισμών συνταξιοδοτικών καθεστώτων της ΕΕ διαφέρει εν προκειμένω από την κατάσταση των αμερικανικών συνταξιοδοτικών ταμείων, τα οποία βασίζονται περισσότερο σε μακροπρόθεσμα στοιχεία ενεργητικού, όπως τα εταιρικά και κρατικά ομόλογα για σκοπούς αντιστάθμισης: τα συνταξιοδοτικά ταμεία των ΗΠΑ τείνουν να έχουν υποχρεώσεις μικρότερης διάρκειας σε σχέση με τους μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων της ΕΕ, οι υποχρεώσεις τους προεξοφλούνται κατά κανόνα με τη χρήση απόδοσης εταιρικών ομολόγων αξιολόγησης AA και η αγορά εταιρικών ομολόγων των

ΗΠΑ έχει μεγαλύτερο βάθος. Ως εκ τούτου, όπως αναγνωρίζει η ESMA, φαίνεται ότι οι μηχανισμοί συνταξιοδοτικών καθεστώτων έχουν διαρθρωτική ανάγκη συμμετοχής σε εξωχρηματιστηριακά παράγωγα.

Το χαρτοφυλάκιο παραγώγων των μηχανισμών συνταξιοδοτικών καθεστώτων είναι κατά κανόνα μεγάλο, μακράς διάρκειας και μονοκατευθυντικό, ενώ η συνολική θέση του κλάδου συνιστά επίσης, σύμφωνα με την ESMA, δυνητικό συστημικό κίνδυνο.

Όσον αφορά τους τύπους παραγώγων, οι μηχανισμοί συνταξιοδοτικών καθεστώτων χρησιμοποιούν εκτενώς μακροπρόθεσμες συμφωνίες ανταλλαγής επιτοκίων: σύμφωνα με στοιχεία του 2015 για τον κανονισμό EMIR, τα οποία προέρχονται από την DTCC, περίπου το 20 % των συμφωνιών ανταλλαγής επιτοκίων με τουλάχιστον ένα αντισυμβαλλόμενο μέρος ασφαλιστική εταιρεία ή συνταξιοδοτικό ταμείο στην ΕΕ είχαν περίοδο λήξης 30 ετών, σε σύγκριση με τον συνολικό μέσο όρο κάτω του 10 %⁹. Οι συμφωνίες ανταλλαγής επιτοκίων συνιστούν την κατηγορία παραγώγων που υπόκειται στην υποχρέωση εκκαθάρισης σύμφωνα με τον κανονισμό EMIR. Οι μηχανισμοί συνταξιοδοτικών καθεστώτων διαπραγματεύονται τα παράγωγά τους σε διμερές επίπεδο ή εκκαθαρίζουν κεντρικά σε επίπεδο κεντρικών αντισυμβαλλομένων κατά γενικό κανόνα ως πελάτες των εκκαθαριστικών μελών.

Αξίζει να σημειωθεί ότι τα συνταξιοδοτικά καθεστώτα και οι αγορές συντάξεων παρουσιάζουν σημαντικές διαφορές στην ΕΕ: σε ορισμένα κράτη μέλη, τα συνταξιοδοτικά συστήματα του δεύτερου πυλώνα έχουν αναπτυχθεί περισσότερο από ό,τι σε άλλα κράτη μέλη και τα συνταξιοδοτικά ταμεία με καθορισμένες παροχές είναι περισσότερο διαδεδομένα· σε κάποια άλλα κράτη μέλη επικρατεί το μοντέλο καθορισμένων εισφορών. Οι μεγαλύτερες αγορές μηχανισμών συνταξιοδοτικών καθεστώτων στην ΕΕ βρίσκονται στις Κάτω Χώρες, με μέση αναλογία στοιχείων ενεργητικού προς το ΑΕΠ της τάξης του 173,3 %, και στη Δανία, με αναλογία της τάξης του 198,6 %, σύμφωνα με στοιχεία του τέλους του 2018. Παρόμοια συνταξιοδοτικά καθεστώτα εφαρμόζονται επίσης στην Ιρλανδία. Στις χώρες αυτές, τα ιδιωτικά συνταξιοδοτικά καθεστώτα διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην παροχή συνταξιοδοτικού εισοδήματος στους συνταξιούχους.

3.2 Το ζήτημα της κεντρικής εκκαθάρισης των μηχανισμών συνταξιοδοτικών καθεστώτων

Το κύριο ζήτημα που διαπιστώθηκε ως προς την κεντρική εκκαθάριση των μηχανισμών συνταξιοδοτικών καθεστώτων αφορά το γεγονός ότι για την εκκαθάριση σε επίπεδο κεντρικών αντισυμβαλλομένων απαιτείται η παροχή περιθωρίων διαφορών αποτίμησης σε μετρητά· οι συζητήσεις που διεξήχθησαν στην ομάδα ενδιαφερομένων μερών της Επιτροπής κατέδειξαν ότι το ζήτημα αυτό παρουσιάζει προβλήματα για τους μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων σε περίπτωση ακραίων συνθηκών της αγοράς.

⁹ Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου, Occasional Paper Series 11, 2016.

Στο μοντέλο κεντρικής εκκαθάρισης, οι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι ζητούν περιθώριο διαφορών αποτίμησης από τους συμμετέχοντες, ώστε να αντισταθμίσουν τις μεταβολές στην αγοραία αξία των θέσεων των παραγώγων που διαχειρίζονται. Με τον τρόπο αυτόν, οι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι καλύπτονται πάντα από τις κινήσεις της αγοράς και οι συμμετέχοντες στην αγορά δεν συσσωρεύουν μεγάλες ζημίες με την πάροδο του χρόνου σε σχέση με το χαρτοφυλάκιο των κεντρικά εκκαθαριζόμενων παραγώγων τους. Οι ζημίες και τα κέρδη υπολογίζονται από τους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους και ανταλλάσσονται καθημερινά μέσω της διαδικασίας αποτίμησης με βάση τις αγοραίες αξίες. Τα μετρητά μπορούν να εξυπηρετήσουν καλύτερα τον σκοπό του περιθωρίου διαφορών αποτίμησης διότι ελαχιστοποιούν κάθε κίνδυνο απώλειας της αξίας και η μεταφορά τους είναι οριστική. Η μεταβίβαση μετρητών ως περιθώριο διαφορών αποτίμησης είναι λιγότερο πολύπλοκη από λειτουργική άποψη και συνάδει με την προσέγγιση της διαχείρισης κινδύνου ρευστότητας των κεντρικών αντισυμβαλλομένων που προβλέπεται στον κανονισμό EMIR¹⁰.

Αυτό σημαίνει ότι οι εκκαθαριστικοί συμμετέχοντες πρέπει να είναι σε θέση να διαχειρίζονται τέτοιου είδους αιτήματα μέσω κατάλληλων ποσών μετρητών: σε αντίθετη περίπτωση, και εφόσον ένα εκκαθαριστικό μέλος δεν μπορεί να παράσχει εγκαίρως το απαιτούμενο περιθώριο διαφορών αποτίμησης, κηρύσσεται αθέτηση των υποχρεώσεων του από τον κεντρικό αντισυμβαλλόμενο, γεγονός που ενεργοποιεί στη συνέχεια τις προβλεπόμενες διαδικασίες σε περίπτωση αθέτησης υποχρέωσης με σκοπό την επαναντιστοίχιση της θέσης. Επιπλέον, τα περιθώρια διαφορών αποτίμησης πρέπει να παρέχονται στους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους σε σύντομο χρονικό διάστημα, στοιχείο που αυξάνει περαιτέρω τις λειτουργικές δυσκολίες¹¹.

Τα μετρητά έχουν υψηλό κόστος ευκαιρίας, διότι δεν είναι το ίδιο κερδοφόρα με άλλα στοιχεία ενεργητικού και δεν επαρκούν για την εξισορρόπηση των περιόδων λήξης των υποχρεώσεων των μηχανισμών συνταξιοδοτικών καθεστώτων, με αποτέλεσμα να τους εκθέτουν σε αναντιστοιχίες ενεργητικού-παθητικού. Η διακράτηση μεγάλων ποσών σε μετρητά αντί άλλων στοιχείων ενεργητικού υψηλότερης απόδοσης θα μπορούσε να συμβάλει στη μείωση των παροχών των συνταξιούχων και να έχει επιπτώσεις στην κατανομή περιουσιακών στοιχείων. Πράγματι, τα συνταξιοδοτικά ταμεία δεν διακρατούν κατά κανόνα μεγάλα ποσά μετρητών, όπως προκύπτει επίσης από τα ετήσια συνολικά στατιστικά στοιχεία για τα συνταξιοδοτικά συστήματα που δημοσιεύει ο ΟΟΣΑ.

Το ζήτημα του περιθωρίου διαφορών αποτίμησης σε μετρητά μπορεί να αποβεί ιδιαίτερος δύσκολο υπό ακραίες συνθήκες της αγοράς σε συνδυασμό με αύξηση των

¹⁰ Επίσης, το περιθώριο διαφορών αποτίμησης σε μετρητά παρέχει στους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους τη δυνατότητα να παραμένουν βέβαιοι για την ικανότητά τους να αποτιμούν με ορθό τρόπο τις συναλλαγές τους και αποτελεί σύμβαση της αγοράς για τις εκκαθαριζόμενες συμφωνίες ανταλλαγής που εκδίδουν όλοι οι συμμετέχοντες στην αγορά εκκαθαριζόμενων συμφωνιών ανταλλαγών.

¹¹ Όσον αφορά τις απαιτήσεις περιθωρίου σε ενδοημερήσια βάση, ορισμένοι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι επιτρέπουν στους συμμετέχοντες να χρησιμοποιούν κινητές αξίες αντί μετρητών· ωστόσο, οι απαιτήσεις περιθωρίου τέλους ημέρας πρέπει να εκπληρώνονται με μετρητά.

επιπέδων των επιτοκίων οπότε τα αιτήματα για περιθώρια διαφορών αποτίμησης από τους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους ενδέχεται να αυξηθούν σημαντικά για τους μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων.

Πράγματι, είναι πιθανό να προκύπτουν απαιτήσεις για μεγάλα περιθώρια διαφορών αποτίμησης επίσης στο πλαίσιο μη κεντρικά εκκαθαριζόμενων συναλλαγών στις οποίες συμμετέχουν επί του παρόντος οι μηχανισμοί συνταξιοδοτικών καθεστώτων. Ωστόσο, στο εν λόγω πλαίσιο, οι μηχανισμοί συνταξιοδοτικών καθεστώτων μπορούν να παρέχουν περιθώριο διαφορών αποτίμησης και σε άλλες μορφές πέραν των μετρητών, για παράδειγμα, με τη χρήση κρατικών ομολόγων υψηλής ποιότητας (περιουσιακό στοιχείο που τα συνταξιοδοτικά ταμεία διαθέτουν συνήθως κατά κόρον), έστω και αν έχει αυξηθεί πρόσφατα ο βαθμός στον οποίο απαιτείται από τους μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων να παρέχουν το περιθώριο διαφορών αποτίμησης σε μετρητά και στις διμερείς συναλλαγές τους.

Πρέπει να σημειωθεί ότι το σκεπτικό του κανονιστικού πλαισίου του κανονισμού EMIR είναι τέτοιο ώστε να προωθείται η κεντρική εκκαθάριση και με το να καθίσταται η υλοποίηση διμερών συναλλαγών λιγότερο πρακτική, σύμφωνα με τους συναφείς κινδύνους: τόσο αυτή όσο και άλλες κανονιστικές εξελίξεις, σε συνδυασμό με τις δυνάμεις της αγοράς, αναμένεται να οδηγήσουν σε αύξηση του όγκου των κεντρικά εκκαθαριζόμενων παραγώγων, με δυνητικά καλύτερη τιμολόγηση στο εκκαθαριζόμενο τμήμα σε σχέση με το μη κεντρικά εκκαθαριζόμενο τμήμα. Πράγματι, όπως αναφέρθηκε, ορισμένα συνταξιοδοτικά ταμεία έχουν ήδη αρχίσει την κεντρική εκκαθάριση σε εθελοντική και επιλεκτική βάση.

Πρέπει να σημειωθεί ότι, κατά γενικό κανόνα, οι μηχανισμοί συνταξιοδοτικών καθεστώτων είναι πιθανότερο να εκκαθαρίζουν έμμεσα ως πελάτες εκκαθαριστικών μελών από το να καταστούν άμεσα εκκαθαριστικά μέλη κεντρικού αντισυμβαλλομένου, όπως αναλύεται περαιτέρω στις ενότητες που ακολουθούν.

Τα προαναφερόμενα διαμορφώνουν το υπόβαθρο για τα χαρακτηριστικά που θα πρέπει να έχει μια πιθανή λύση επί του ζητήματος της κεντρικής εκκαθάρισης: θα πρέπει να επιτυγχάνει τη σωστή ισορροπία μεταξύ του στόχου της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και της ανάγκης να είναι βιώσιμη για τους μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων ως προς το κόστος ώστε να μην επηρεάζονται σε υπερβολικό βαθμό οι παροχές των συνταξιούχων, ενώ θα πρέπει να είναι παράλληλα αρκετά αξιόπιστη ακόμη και υπό ακραίες συνθήκες της αγοράς.

3.3 Οι πιθανές λύσεις που έχουν διερευνηθεί μέχρι στιγμής

Η συζήτηση για την κεντρική εκκαθάριση των μηχανισμών συνταξιοδοτικών καθεστώτων είχε ως αποτέλεσμα τη διερεύνηση διαφόρων προοπτικών με την πάροδο των ετών. Συνοπτική περιγραφή ορισμένων πιθανών λύσεων συμπεριλήφθηκε στην έκθεση που υπέβαλε η Επιτροπή το 2015 στο πλαίσιο του κανονισμού EMIR και η οποία κατέληξε στο συμπέρασμα ότι δεν έχει αναπτυχθεί καμία βιώσιμη τεχνική λύση.

Οι επιλογές που έχουν διερευνηθεί μέχρι στιγμής επικεντρώθηκαν στον τρόπο με τον οποίο οι μηχανισμοί συνταξιοδοτικών καθεστώτων θα μπορούσαν να παρέχουν περιθώρια διαφορών αποτίμησης στους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους με ασφαλή και οικονομικά αποδοτικό τρόπο. Σε πρώτο στάδιο, όπως περιγράφεται στην έκθεση της Επιτροπής του 2015, εξετάστηκε κατά πόσον οι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι θα μπορούσαν να αποδεχθούν το περιθώριο διαφορών αποτίμησης σε άλλες μορφές εκτός από τα μετρητά, όπως τα κρατικά ομόλογα υψηλής ποιότητας: ωστόσο, έχει αναγνωριστεί ευρέως ότι θα ήταν δύσκολο να επιδιωχθεί μια λύση αυτού του είδους, διότι θα απαιτούσε από τους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους τη διαχείριση ενός χαρτοφυλακίου ομολόγων που θα μετατρέπονταν σε μετρητά με τους συναφείς κινδύνους, γεγονός που θα μπορούσε να οδηγήσει σε στρέβλωση του ρόλου τους ως διαμεσολαβητικών οντοτήτων που προβαίνουν σε ισοσκελισμένη θέση.

Κατά συνέπεια, διερευνάται ένα δεύτερο φάσμα επιλογών, βάσει των οποίων οι μηχανισμοί συνταξιοδοτικών καθεστώτων θα μπορούσαν να ανταλλάσσουν τα ομόλογά τους με μετρητά προκειμένου να ανταποκριθούν στις απαιτήσεις περιθωρίου των κεντρικών αντισυμβαλλομένων (μετασχηματισμός ασφαλειών). Οι πιθανές λύσεις που διερευνήθηκαν και αναπτύχθηκαν κατά τα τελευταία έτη από τα ενδιαφερόμενα μέρη του κλάδου επικεντρώθηκαν πράγματι στους τρόπους με τους οποίους μπορεί να καταστεί εφικτός ο αποτελεσματικός μετασχηματισμός ασφαλειών από τους μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων.

Μετασχηματισμός ασφαλειών από τα εκκαθαριστικά μέλη

Τα εκκαθαριστικά μέλη, όπως οι τράπεζες, μπορούν κατά κανόνα να παρέχουν στους πελάτες τους, συμπεριλαμβανομένων των συνταξιοδοτικών ταμείων, υπηρεσίες μετασχηματισμού ασφαλειών¹² μέσω συμφωνιών επαναγοράς. Πράγματι, οι περισσότεροι μηχανισμοί συνταξιοδοτικών καθεστώτων που συμμετέχουν στην κεντρική εκκαθάριση το πράττουν επί του παρόντος ως πελάτες εκκαθαριστικών μελών και ενδέχεται να εξακολουθήσουν να το πράττουν ακόμη και υπό καθεστώς αναγκαστικής εκκαθάρισης. Ως συμφωνία επαναγοράς νοείται μια συναλλαγή στην οποία το ένα μέρος πωλεί ένα περιουσιακό στοιχείο σε άλλο μέρος και δεσμεύεται να το επαναγοράσει σε συμφωνηθείσα τιμή σε μελλοντική ημερομηνία. Το περιουσιακό στοιχείο αποτελεί κατά κανόνα ομόλογο και χρησιμεύει ως ασφάλεια για την προστασία του δανειστή μετρητών έναντι του πιστωτικού κινδύνου του αντισυμβαλλομένου. Επομένως, οι συμφωνίες επαναγοράς μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως μέσο για τον μετασχηματισμό των ομολόγων σε μετρητά και την παροχή περιθωρίων διαφορών αποτίμησης, με το πρόσθετο πλεονέκτημα ότι ο πάροχος των ομολόγων διατηρεί την κυριότητα των ομολόγων αυτών καθαυτά και εξακολουθεί να λαμβάνει τις αποδόσεις σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα.

Οι μεγάλοι τραπεζικοί όμιλοι δραστηριοποιούνται κατά κανόνα στην αγορά συμφωνιών επαναγοράς. Ωστόσο, ορισμένοι παράγοντες έχουν χαρακτηριστεί ως

¹² Η εν λόγω υπηρεσία θα μπορούσε να παρέχεται σε συνταξιοδοτικά ταμεία και από άλλες τράπεζες, οι οποίες είναι διαφορετικές από το εκκαθαριστικό μέλος τους.

αντικίνητρο για τα εκκαθαριστικά μέλη όσον αφορά τη συμμετοχή τους σε συναλλαγές αυτού του είδους. Όπως επισημάνθηκε από πολλούς συμμετέχοντες στην αγορά, η διαμόρφωση του δείκτη μόχλευσης σύμφωνα με το πλαίσιο της Βασιλείας III κατέστησε λιγότερο πρακτική τη συμμετοχή σε συμφωνίες επαναγοράς, διότι οι συναλλαγές αυτές έχουν χαμηλά περιθώρια και διευρύνουν τους ισολογισμούς των τραπεζών, συμβάλλοντας με τον τρόπο αυτόν στην αύξηση του παρονομαστή του δείκτη. Ως εκ τούτου, οι τράπεζες πρέπει να διαθέτουν μεγαλύτερο ποσό κεφαλαίου κατηγορίας 1 για την τήρηση της απαίτησης. Παρόμοιες εκτιμήσεις παρουσιάζονται και στην ανάλυση της Επιτροπής για το Παγκόσμιο Χρηματοπιστωτικό Σύστημα (CGFS) του 2017 όσον αφορά τις αγορές συμφωνιών επαναγοράς¹³, στην οποία επισημάνθηκε η πιθανή αντιστάθμιση μεταξύ των κανονιστικών μεταρρυθμίσεων που εστιάζουν στο μέγεθος των ισολογισμών των τραπεζών (με στόχο τον περιορισμό της υπερβολικής μόχλευσης) και των συνεπειών, μεταξύ άλλων και για τους τελικούς χρήστες, όσον αφορά τη διαθεσιμότητα συμφωνιών επαναγοράς¹⁴. Από την άποψη αυτή, ωστόσο, οι όγκοι της αγοράς συμφωνιών επαναγοράς στην ΕΕ έχουν αυξηθεί κατά τα τελευταία έτη¹⁵ και, σύμφωνα με την ανάλυση της ΕΚΤ, οι ακούσιες επιπτώσεις των κανονιστικών μεταρρυθμίσεων στην παροχή υπηρεσιών συμφωνιών επαναγοράς από τις τράπεζες της ζώνης του ευρώ δεν ήταν σημαντικές¹⁶.

Επιπλέον, ο τρόπος με τον οποίο είχε σχεδιαστεί αρχικά ο δείκτης μόχλευσης καθιστούσε δυσχερέστερη για τις τράπεζες την παροχή υπηρεσιών εκκαθάρισης πελατών, διότι τα περιθώρια που παρείχαν οι πελάτες δεν μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν για τον συμψηφισμό του ποσού της έκθεσης (που θα τροφοδοτούσε τον παρονομαστή του δείκτη). Το 2019 η Επιτροπή της Βασιλείας¹⁷ πρότεινε την εισαγωγή αλλαγών στον υπολογισμό του δείκτη μόχλευσης ώστε η εκκαθάριση των πελατών να μην τιμωρείται αδικαιολόγητα. Οι εν λόγω αλλαγές αποτυπώνονται στον αναθεωρημένο κανονισμό για τις κεφαλαιακές απαιτήσεις (ΚΚΑ2), ο οποίος τέθηκε σε ισχύ τον Ιούνιο του προηγούμενου έτους.

Θεσπίστηκε επίσης τροποποίηση του δείκτη μόχλευσης όσον αφορά τη μεταχείριση συμφωνιών επαναπώλησης. Οι αλλαγές αυτές μπορούν να συμβάλουν στην ενθάρρυνση των τραπεζών να συμμετέχουν στην εκκαθάριση πελατών και πιθανόν στη διαμεσολάβηση των συμφωνιών επαναγοράς, στηρίζοντας με τον τρόπο αυτόν και τη

¹³ CGFS, «Repo market functioning», 2017.

¹⁴ «Η συρρίκνωση της ικανότητας διαμεσολάβησης μπορεί επίσης να μειώσει τον βαθμό στον οποίο οι αγορές συμφωνιών επαναγοράς μπορούν να ανταποκριθούν στη ζήτηση κατά τις μελλοντικές περιόδους ακραίων συνθηκών. Η μειωμένη λειτουργία της αγοράς συμφωνιών επαναγοράς μπορεί να δημιουργήσει τριβές στις αγορές μετρητών και παραγώγων και να περιορίσει την ικανότητα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων όσον αφορά την αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων. Η κλίμακα του επακόλουθου κόστους για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και την πραγματική οικονομία σε περιόδους ακραίων συνθηκών της αγοράς μπορεί να είναι σημαντική συνολικά, παρότι καταστάσεις αυτού του είδους δεν έχουν πραγματοποιηθεί σε σημαντικό βαθμό κατά το πρόσφατο παρελθόν. Οι προσαρμογές της αγοράς συμφωνιών επαναγοράς ενδέχεται να μετριάσουν το κόστος για ορισμένους τελικούς χρήστες, αλλά θα μπορούσαν να επισύρουν επίσης νέους κινδύνους.»

¹⁵ ICMA, Δεκέμβριος 2019, European Repo Market Survey.

¹⁶ ΕΚΤ, Έκθεση χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, 2017.

¹⁷ Επιτροπή της Βασιλείας για την τραπεζική εποπτεία, «Leverage ratio treatment of client cleared derivatives», Ιούνιος 2019.

ρευστότητα της αγοράς συμφωνιών επαναγοράς. Οι επιπτώσεις αυτών των αλλαγών θα πρέπει να αποτελέσουν αντικείμενο αξιολόγησης.

Επιπλέον, εκφράστηκαν ανησυχίες ως προς την ικανότητα των αγορών συμφωνιών επαναγοράς να καλύψουν τη ζήτηση μετρητών όλων των μηχανισμών συνταξιοδοτικών καθεστώτων, ιδίως σε περιόδους ακραίων συνθηκών, όπως αναλύεται λεπτομερέστερα κατωτέρω.

Μετασχηματισμός ασφαλειών μέσω εκκαθαρισμένων αγορών συμφωνιών επαναγοράς

Κατά τα τελευταία έτη, ορισμένοι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι έχουν αναπτύξει νέα μοντέλα για την υποστήριξη της κεντρικής εκκαθάρισης των μηχανισμών συνταξιοδοτικών καθεστώτων με βάση τη διευκόλυνση της πρόσβασής τους σε κεντρικούς αντισυμβαλλομένους και σε εκκαθαρισμένες αγορές συμφωνιών επαναγοράς· αυτό μπορεί επίσης να συνεπάγεται την πρόσβαση σε εκκαθαρισμένη εξωχρηματιστηριακή αγορά. Τα εν λόγω μοντέλα έχουν αναπτυχθεί στην Ευρωπαϊκή Ένωση από τουλάχιστον έναν κεντρικό αντισυμβαλλόμενο και, εξ όσων γνωρίζει η Επιτροπή, είναι πιθανό να υιοθετηθούν παρόμοια μοντέλα και από άλλους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους¹⁸. Στο πλαίσιο αυτό, οι μηχανισμοί συνταξιοδοτικών καθεστώτων έχουν άμεση συμβατική σχέση με τον κεντρικό αντισυμβαλλόμενο και «επικουρούνται» (ή διαφορετικά «χρηματοδοτούνται») από εκκαθαριστικό μέλος (κατά κανόνα από τράπεζα) που ενεργεί ως φορέας εκκαθάρισης και διευκολύνει την κεντρική εκκαθάριση των μηχανισμών συνταξιοδοτικών καθεστώτων, για παράδειγμα, με τη συνεισφορά στο κεφάλαιο εκκαθάρισης του κεντρικού αντισυμβαλλομένου και τη συμμετοχή σε υπηρεσίες διαχείρισης αθέτησης υποχρέωσης και άλλες υπηρεσίες (διαχείριση ασφαλειών κ.λπ.).

Μολονότι τα εν λόγω μοντέλα δεν εξαλείφουν αυτά καθαυτά την ανάγκη παροχής περιθωρίου διαφορών αποτίμησης σε μετρητά για τα εκκαθαριζόμενα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα, παρέχουν στους μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων πρόσθετη πρόσβαση στις αγορές συμφωνιών επαναγοράς. Τα εν λόγω μοντέλα «διευκόλυνσης της συμμετοχής» αποσκοπούν επίσης στην άρση ορισμένων από τους περιορισμούς εκκαθάρισης των πελατών, όπως η συγκέντρωση της εκκαθάρισης συναλλαγών πελατών στην ΕΕ σε μερικά μόνο εκκαθαριστικά μέλη ή το ζήτημα της δυνατότητας μεταφοράς των θέσεων των πελατών σε περίπτωση αθέτησης υποχρέωσης εκκαθαριστικού μέλους. Κατά την άποψη των τραπεζών, τα μοντέλα αυτά θα αποδειχθούν λιγότερο απαιτητικά όσον αφορά τις κεφαλαιακές απαιτήσεις από ό,τι οι παραδοσιακές δραστηριότητες εκκαθάρισης πελατών.

Εξ όσων γνωρίζει η Επιτροπή, ένα μοντέλο αυτού του είδους αναπτύσσεται με την πάροδο του χρόνου με ελαφρώς αυξανόμενη προθυμία από την αγορά, ωστόσο ελάχιστοι μόνο προς το παρόν μηχανισμοί συνταξιοδοτικών καθεστώτων —συνήθως μεγάλοι— έχουν αρχίσει να χρησιμοποιούν τέτοιου είδους υπηρεσία. Ένας προφανής

¹⁸ Εκτός της ΕΕ, βάσει των πληροφοριών που έχει στη διάθεσή της η Επιτροπή, οι LCH Ltd (Ηνωμένο Βασίλειο), Canadian Derivatives Clearing Corporation (Καναδάς) και DTCC FICC (ΗΠΑ) θέσπισαν παροχές εκκαθάρισης συμφωνιών επαναγοράς από την πλευρά του αγοραστή.

λόγος μπορεί να είναι το γεγονός ότι η άμεση σχέση με κεντρικό αντισυμβαλλόμενο μπορεί να απαιτεί πρόσθετη λειτουργική και νομική ετοιμότητα, καθώς και επενδύσεις από τους συμμετέχοντες στην αγορά, τόσο από μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων όσο και από εκκαθαριστικά μέλη. Επιπλέον, τα συνταξιοδοτικά ταμεία που συμμετέχουν στην ομάδα ενδιαφερομένων μερών της Επιτροπής ανέφεραν ότι τα εν λόγω μοντέλα είναι διαθέσιμα εν γένει μόνο σε μεγάλους μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων, υποστηρίζονται επί του παρόντος μόνο από μικρό αριθμό τραπεζών, ενώ οι μηχανισμοί συνταξιοδοτικών καθεστώτων εξακολουθούν επίσης να εξαρτώνται έμμεσα από την προθυμία του εκκαθαριστικού μέλους να παράσχει τις συναφείς υπηρεσίες.

Σύμφωνα με κοινό έγγραφο του 2018 της Διεθνούς Ένωσης Συμφωνιών Ανταλλαγής και Παραγώγων (ISDA) και του οργανισμού Pensions Europe¹⁹, η αγορά εξετάζει με ενδιαφέρον τα μοντέλα άμεσης συμμετοχής ή «διευκόλυνσης της συμμετοχής», και τούτο επίσης λόγω του ότι τα μοντέλα αυτά μπορεί να ενδιαφέρουν περισσότερο τις τράπεζες από ό,τι οι παραδοσιακές σχέσεις εκκαθάρισης πελατών. Φαίνεται ότι η πλήρης άμεση συμμετοχή παρουσιάζει δυσκολίες για διάφορους λόγους (συμπεριλαμβανομένης της ανάγκης εκπλήρωσης των απαιτήσεων συμμετοχής των κεντρικών αντισυμβαλλομένων και της ανάγκης εισφορών στο κεφάλαιο εκκαθάρισης, καθώς και της ανάγκης λειτουργικής ικανότητας). τα μοντέλα διευκόλυνσης της πρόσβασης μπορεί να αποτελούν έναν τρόπο προσέγγισης προς αυτήν την κατεύθυνση. Σύμφωνα με τα συνταξιοδοτικά ταμεία που συμμετέχουν στην ομάδα ενδιαφερομένων μερών της Επιτροπής, εξακολουθούν να απαιτούνται περαιτέρω βελτιώσεις.

Συζήτηση για την αγορά συμφωνιών επαναγοράς

Σε γενικές γραμμές, η αγορά συμφωνιών επαναγοράς θεωρείται από τους μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων χρήσιμο εργαλείο για τις ανάγκες ρευστότητάς τους, και στο πλαίσιο των συζητήσεων της ομάδας εμπειρογνομόνων που συγκροτήθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή περιγράφηκε εν γένει ως πιθανό σκέλος της συνολικής λύσης επί του ζητήματος του περιθωρίου διαφορών αποτίμησης.

Ωστόσο, ο κλάδος εξακολουθεί να εκφράζει ανησυχίες ως προς την ικανότητα ανταπόκρισης των αγορών συμφωνιών επαναγοράς στη συνολική ζήτηση για μετρητά που απορρέει από την υποχρέωση όλων των μηχανισμών συνταξιοδοτικών καθεστώτων να εκκαθαρίζουν υπό ακραίες συνθήκες της αγοράς, όταν οι αγορές συμφωνιών επαναγοράς ενδέχεται να βρίσκονται υπό πίεση όσον αφορά την απορρόφηση της μεγάλης ζήτησης για ρευστότητα, όχι μόνο από τους μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων. Επιπλέον, οι τράπεζες ενδέχεται να μην είναι πάντα πρόθυμες να παρέχουν συμφωνίες επαναγοράς στους μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων ή να τις παρέχουν στον ίδιο βαθμό κατά την περίοδο ακραίων συνθηκών. Όπως επισημαίνει η ESMA, ορισμένες από αυτές και άλλες πτυχές πρέπει να αφορούν επίσης τη συνολική εμπορική σχέση μεταξύ των τραπεζών και των μηχανισμών

¹⁹ Κοινό έγγραφο των Pensions Europe και ISDA με τίτλο «Potential demand for clearing by EU Pension Funds», 2018.

συνταξιοδοτικών καθεστώτων-πελατών τους. Εάν οι μηχανισμοί συνταξιοδοτικών καθεστώτων δεν είναι σε θέση να χρησιμοποιούν την αγορά συμφωνιών επαναγοράς υπό ακραίες συνθήκες, ενδέχεται να μην μπορούν να ικανοποιήσουν τις απαιτήσεις περιθωρίου των κεντρικών αντισυμβαλλομένων και να ευθύνονται ακόμη και για ευρύτερα ζητήματα χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Ως προς το σημείο αυτό, θα μπορούσε να αποδειχθεί χρήσιμη η δυνατότητα θέσπισης διαφοροποιημένου συστήματος ρυθμίσεων ρευστότητας μεταξύ των τραπεζών και των μηχανισμών συνταξιοδοτικών καθεστώτων.

Οι εκκαθαριζόμενες αγορές συμφωνιών επαναγοράς θα πρέπει να έχουν το πλεονέκτημα παροχής μεγαλύτερης ρευστότητας σε σύγκριση με τις διμερείς αγορές, δεδομένου ότι οι τράπεζες είναι καταρχήν περισσότερο πρόθυμες να διαπραγματεύονται εκκαθαριζόμενες συμφωνίες επαναγοράς παρά διμερείς συμφωνίες επαναγοράς — τουλάχιστον επειδή μπορούν να συμψηφίζουν τις θέσεις τους με τους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους. Σύμφωνα με τη CGFS (2017), στη ζώνη του ευρώ «το μερίδιο των διαπραγματεύσεων της αγοράς συμφωνιών επαναγοράς μέσω κεντρικών αντισυμβαλλομένων αυξήθηκε κατά τα τελευταία έτη, αντιπροσωπεύοντας το 50-60 % των όγκων της αγοράς συμφωνιών επαναγοράς στη ζώνη του ευρώ, λόγω της ελκυστικότητάς τους για τη διαχείριση των ισολογισμών». Θα πρέπει επίσης να συνυπολογιστούν εν προκειμένω οι προσπάθειες που έχουν αναπτύξει ορισμένοι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι ώστε να καταστεί δυνατή η άμεση συμμετοχή των τελικών χρηστών στις πλατφόρμες εκκαθαριζόμενων συμφωνιών επαναγοράς. Οι μηχανισμοί συνταξιοδοτικών καθεστώτων ανέφεραν ότι παρά το γεγονός ότι η αγορά εκκαθαριζόμενων συμφωνιών επαναγοράς μπορεί να προσφέρει πρόσθετη δυνατότητα συμφωνιών επαναγοράς σε σχέση με τις διμερείς συμφωνίες επαναγοράς, έχει παράλληλα και τους περιορισμούς που αναφέρονται ανωτέρω.

Επισκόπηση της λειτουργίας των ευρωπαϊκών αγορών συμφωνιών επαναγοράς παρέχεται από τη Διεθνή Ένωση Κεφαλαιαγορών (ICMA), η οποία εκτιμά στην έρευνά της για τις αγορές συμφωνιών επαναγοράς του 2019 ότι το συνολικό μέγεθος της αγοράς ανέρχεται σε 8 310 δισ. EUR²⁰. Οι έρευνες του 2018 και του 2019 για την ευρωπαϊκή αγορά συμφωνιών επαναγοράς που διεξήγαγε η ICMA επιβεβαιώνουν ότι η ευρωπαϊκή αγορά συμφωνιών επαναγοράς θεωρείται ότι λειτουργεί εν γένει ομαλά και, ως εκ τούτου, αποτελεί δυνητικά δίαυλο μετασχηματισμού ασφαλειών· ωστόσο, οι αγορές συμφωνιών επαναγοράς έχουν χαμηλότερη ρευστότητα στο τέλος του τριμήνου και στο τέλος του έτους, διότι οι τράπεζες τείνουν να κλείνουν τις θέσεις των συμφωνιών επαναγοράς τους όταν πλησιάζει η λήξη των προθεσμιών υποβολής εκθέσεων. Το εύρος αυτών των τακτικών συρρικνώσεων μειώνεται κατά τα τελευταία έτη και αναμένεται να μειωθεί περαιτέρω στο μέλλον, χάρη επίσης στην εφαρμογή στην ΕΕ των πρόσφατων συστάσεων της Επιτροπής της Βασιλείας για την τραπεζική εποπτεία (BCBS) οι οποίες αποσκοπούν στη μείωση της μεταβλητότητας στο τέλος τριμήνου και στο τέλος του έτους.

²⁰ Βάσει της αξίας των εκκρεμών συμφωνιών επαναγοράς και συμφωνιών επαναπώλησης στα βιβλία των 58 χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που συμμετέχουν στην έρευνα.

Η ICMA παρέχει επίσης ανάλυση²¹ των πλέον πρόσφατων εξελίξεων στην αγορά κατά τη διάρκεια της κρίσης Covid-19. Σύμφωνα με την εν λόγω έρευνα, η ευρωπαϊκή αγορά συμφωνιών επαναγοράς διατηρήθηκε κατά βάση σε ικανοποιητικά επίπεδα κατά τη διάρκεια της πανδημίας Covid-19, αρχής γενομένης από το τέλος Φεβρουαρίου/αρχές Μαρτίου του 2020. Η δραστηριότητα της αγοράς συμφωνιών επαναγοράς αυξήθηκε κατά τη διάρκεια των δύο πρώτων εβδομάδων του Μαρτίου, λόγω της αύξησης των αιτημάτων μετασχηματισμού ασφαλειών για την κάλυψη των απαιτήσεων περιθωρίου ασφαλείας και των εκροών επισφαλέστερων στοιχείων ενεργητικού προς βραχυπρόθεσμα στοιχεία ενεργητικού. Ωστόσο, οι πελάτες ανέφεραν ότι οι τράπεζες δυσκολεύτηκαν να ανταποκριθούν στην αυξανόμενη ζήτηση για συμφωνίες επαναγοράς και ορισμένες άρχισαν να εξυπηρετούν μόνο κορυφαίους πελάτες. Σύμφωνα με την έρευνα, «ενώ η ζήτηση για πρόσβαση στην αγορά συμφωνιών επαναγοράς αυξήθηκε στο αποκορύφωμα της κρίσης, δεν ενισχύθηκε παράλληλα και η ικανότητα διαμεσολάβησης των τραπεζών για την εξασφάλιση της πρόσβασης αυτής. Οι αγοραστές αναφέρουν αυξημένη εξάρτηση από την αγορά των συμφωνιών επαναγοράς, δεδομένου ότι οι εκροές κεφαλαίων οδήγησαν στην ανάγκη δημιουργίας ταμειακών ροών έναντι των συμμετοχών, καθώς και στην ανάγκη κάλυψης των απαιτήσεων περιθωρίου σε θέσεις παραγώγων λόγω της αυξανόμενης μεταβλητότητας. Ωστόσο, φαίνεται ότι οι τράπεζες πάσχιζαν να αντεπεξέλθουν στη ζήτηση των πελατών. Πολλές αναφέρουν τον περιορισμό των δραστηριοτήτων τους σε κορυφαίους μόνο πελάτες, χωρίς δυνατότητα άσκησης νέων δραστηριοτήτων. Οι τράπεζες αναφέρουν περαιτέρω ότι, λόγω της αυξημένης μεταβλητότητας, το ζητούμενο ήταν μάλλον οι οριακές τιμές των σταθμισμένων ως προς τον κίνδυνο στοιχείων ενεργητικού (RWA) να καταστούν δεσμευτικός περιορισμός για την επιχείρηση και όχι ο δείκτης μόχλευσης, ιδίως για τις μονοκατευθυντικές επιχειρηματικές ροές (όπως οι δανειολήπτες καθαρών ταμειακών ροών)».

Σύμφωνα με αναφορές, οι παρεμβάσεις της κεντρικής τράπεζας κατεύνασαν τις εν λόγω εντάσεις, απελευθερώνοντας τις πιστωτικές γραμμές των τραπεζών και αντιστρέφοντας την εκποίηση στοιχείων ενεργητικού που ενέχουν κίνδυνο.

Οι εξελίξεις στην αγορά κατά τη διάρκεια της κρίσης Covid-19 συζητήθηκαν επίσης στο πλαίσιο της ομάδας ενδιαφερομένων μερών της Επιτροπής. Οι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι ανέφεραν τη συνέχιση της ομαλής λειτουργίας των αγορών εκκαθαριζόμενων συμφωνιών επαναγοράς κατά τη διάρκεια της κρίσης, με μεγάλο όγκο δραστηριοτήτων. Εξ όσων θυμούνται, η πρόσβαση δεν περιοριζόταν για τις επιχειρήσεις-αγοραστές που συμμετέχουν στην αγορά εκκαθαριζόμενων συμφωνιών επαναγοράς. Επισημάνθηκε επιπλέον η συνολική ανθεκτικότητα των υποδομών της αγοράς, μεταξύ άλλων όταν πρόκειται για τα μοντέλα περιθωρίου, η οποία συνέβαλε με τον τρόπο αυτόν στην προβλεψιμότητα των αιτημάτων περιθωρίου για τους συμμετέχοντες. Οι μηχανισμοί συνταξιοδοτικών καθεστώτων ανέφεραν ότι επλήγησαν από τη σημαντική μεταβλητότητα της αγοράς, με απαιτήσεις μεγάλου περιθωρίου από διμερείς ομολόγους και από εκκαθαριστικά μέλη σε πελάτες. Ανέφεραν ότι παρά το

²¹ ICMA, «The European repo market and the Covid-19 crisis», Απρίλιος 2020.

γεγονός ότι ήταν σε θέση να αντιμετωπίσουν καταστάσεις αυτού του είδους, σε περίπτωση που οι αγορές κατέγραφαν χειρότερες επιδόσεις, θα αντιμετώπιζαν πολύ σοβαρές δυσκολίες. Επιβεβαίωσαν επίσης ότι οι τράπεζες ήταν απρόθυμες να αναλάβουν τη διαμεσολάβηση συμφωνιών επαναγοράς και ότι δυσκολεύτηκαν να αποκτήσουν πρόσβαση στις ισολογισμούς των τραπεζών των εκκαθαριστικών μελών για την πρόσβαση στις αγορές συμφωνιών επαναγοράς. Κατά συνέπεια, οι μηχανισμοί συνταξιοδοτικών καθεστώτων φρονούν ότι η αγορά συμφωνιών επαναγοράς δεν προσφέρεται για όλες τις συνθήκες της αγοράς· οι μηχανισμοί συνταξιοδοτικών καθεστώτων εξαρτώνται συχνά σε μεγάλο βαθμό από τις τράπεζες για την πρόσβαση σε αυτήν, ενώ οι τράπεζες διαθέτουν περιορισμένες γραμμές συμφωνιών επαναγοράς για τους πελάτες τους σε περιόδους ακραίων συνθηκών.

Υπό το πρίσμα των δυσκολιών που αντιμετωπίζουν οι αγορές συμφωνιών επαναγοράς σε περιόδους ακραίων συνθηκών, οι συμμετέχοντες στην αγορά θέτουν συχνά το ζήτημα της ανάγκης ύπαρξης ενός μηχανισμού ασφαλείας των κεντρικών τραπεζών όσον αφορά τη ρευστότητα σε περιόδους ακραίων συνθηκών. Σύμφωνα με τους συμμετέχοντες στην αγορά, αυτός ο υποστηρικτικός ρόλος των κεντρικών τραπεζών θα μπορούσε να σχεδιαστεί κατά τρόπον ώστε οι κεντρικές τράπεζες να παρέχουν ρευστότητα σε μια ρυθμιζόμενη οντότητα, η οποία θα την παρέχει κατόπιν στους μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων: οντότητα αυτού του είδους θα μπορούσαν να θεωρηθούν οι τράπεζες ή οι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι. Μετά τη λήψη της ρευστότητας από τράπεζες ή κεντρικούς αντισυμβαλλομένους, οι μηχανισμοί συνταξιοδοτικών καθεστώτων θα μπορούν να ανταποκρίνονται στις απαιτήσεις περιθωρίου διαφορών αποτίμησης σε μετρητά.

Πρέπει να σημειωθεί ότι, λαμβανομένου υπόψη ότι οι κεντρικές τράπεζες είναι αποκλειστικά αρμόδιες για τη δημιουργία διευκολύνσεων σε επίπεδο κεντρικής τράπεζας και την ερμηνεία της προβλεπόμενης χρήσης τους, κάθε επιλογή βάσει του μηχανισμού ασφαλείας ρευστότητας της κεντρικής τράπεζας θα πρέπει να εγκρίνεται και να υποστηρίζεται από τις κεντρικές τράπεζες.

Η ΕΚΤ εξέφρασε την άποψή της επί του θέματος. Όσον αφορά τις τράπεζες, αποτελούν ασφαλώς αντισυμβαλλομένους νομισματικής πολιτικής και είναι εξουσιοδοτημένες να παρέχουν υπηρεσίες μετασχηματισμού ασφαλειών που υπόκεινται στον σχετικό τραπεζικό κανονισμό. Επομένως, είναι σε θέση να μεσολαβήσουν στην αγορά συμφωνιών επαναγοράς, μεταξύ άλλων βάσει της χρήσης που κάνουν οι ίδιες όσον αφορά τις διευκολύνσεις των κεντρικών τραπεζών.

Σύμφωνα με την ΕΚΤ, ωστόσο, φαίνεται ότι ο υποστηρικτικός ρόλος της κεντρικής τράπεζας δεν είναι σαφής ή μπορεί να μην είναι καν εφικτός για τους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους, ακόμη και σε περίπτωση που οι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι διαθέτουν τραπεζική άδεια: φαίνεται ότι η ανάληψη υπηρεσιών μετασχηματισμού ασφαλειών από τους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους δεν εμπίπτει στις βασικές επιχειρηματικές τους δραστηριότητες και ενδέχεται, συνεπώς, να εγείρει ανησυχίες σε σχέση με τις συνέπειες των κινδύνων. Επιπλέον, σύμφωνα με την ΕΚΤ, σε περίπτωση που οι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι αναλάβουν τον μετασχηματισμό ασφαλειών βάσει

της πρόσθετης τραπεζικής τους άδειας (εάν επιτρέπεται), δεν φαίνεται πλέον να είναι εύλογες οι ισχύουσες εξαιρέσεις από ορισμένες τραπεζικές απαιτήσεις προληπτικής εποπτείας που τους χορηγούνται με την αιτιολογία ότι οι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι δεν συμμετέχουν σε τυπικές τραπεζικές δραστηριότητες και έχουν διαφορετικό επιχειρηματικό μοντέλο. Ως εκ τούτου, θα ήταν αναγκαία περαιτέρω ανάλυση προκειμένου να εξακριβωθούν η νομική φύση, οι επιπτώσεις στη διαχείριση κινδύνων του κεντρικού αντισυμβαλλομένου και η κανονιστική συμμόρφωση με τυχόν σχετικές ρυθμίσεις. Οι πρώτες αντιδράσεις ορισμένων κεντρικών αντισυμβαλλομένων έδειξαν επίσης ότι υπάρχει σκεπτικισμός.

Όσον αφορά την ανάγκη πιθανού «ειδικού» μηχανισμού ασφαλείας των κεντρικών τραπεζών για τους μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων (στο πλαίσιο του οποίου οι μηχανισμοί συνταξιοδοτικών καθεστώτων καθίστανται αντισυμβαλλόμενοι των κεντρικών τραπεζών και λαμβάνουν ρευστότητα απευθείας από αυτές), η ΕΚΤ συνεισέφερε στη συζήτηση της ομάδας ενδιαφερομένων μερών της Επιτροπής από την πλευρά του Ευρωσυστήματος, δηλαδή επικεντρώθηκε στις ανάγκες χρηματοδότησης σε ευρώ των οντοτήτων που είναι εγκατεστημένες στη ζώνη του ευρώ. Κατά την ποσοτική εκτίμηση του Ευρωσυστήματος εκτιμήθηκαν οι ανάγκες ρευστότητας των μηχανισμών συνταξιοδοτικών καθεστώτων της ζώνης του ευρώ για την κάλυψη του περιθωρίου διαφορών αποτίμησης στο πλαίσιο ενός σεναρίου ακραίων συνθηκών με βάση τη μεταβολή των επιτοκίων κατά 1 % (βλέπε επίσης ανωτέρω). Εντός της ζώνης του ευρώ, σύμφωνα με στοιχεία που έχει στη διάθεσή του το Ευρωσύστημα, οι ολλανδικοί μηχανισμοί συνταξιοδοτικών καθεστώτων συμμετέχουν περισσότερο στα παράγωγα, δεδομένου ότι έχουν συνάψει το 89 % όλων των συμφωνιών ανταλλαγής επιτοκίων των συνταξιοδοτικών ταμείων. Από την ανάλυση του Ευρωσυστήματος διαπιστώθηκε ότι οι πραγματικές ανάγκες ρευστότητας των μηχανισμών συνταξιοδοτικών καθεστώτων της ζώνης του ευρώ θα μπορούσαν να είναι διαχειρίσιμες υπό αυτές τις συνθήκες (δηλαδή κάτω του 2 %) σε σύγκριση με το συνολικό μέγεθος της ευρωπαϊκής αγοράς συμφωνιών επαναγοράς (υπολογιζόμενο μέσω του ανεξόφλητου ποσού των συμφωνιών επαναπώλησης), στοιχείο που υποδηλώνει ότι η αγορά συμφωνιών επαναγοράς αυτή καθαυτή θα μπορούσε να προσφέρει λύσεις στις ανάγκες των μηχανισμών συνταξιοδοτικών καθεστώτων της ζώνης του ευρώ. Βάσει των διαπιστώσεων, συνήχθη το συμπέρασμα ότι το πλαίσιο νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, συμπεριλαμβανομένου του πλαισίου για τους αντισυμβαλλομένους, είναι κατάλληλο για τους σκοπούς της εφαρμογής της νομισματικής πολιτικής και δεν δικαιολογεί αλλαγές που αποσκοπούν στη θέσπιση ειδικού μηχανισμού ασφαλείας όσον αφορά τη ρευστότητα του Ευρωσυστήματος για τους μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων²².

4. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

²² Η εν λόγω διευκόλυνση ρευστότητας του Ευρωσυστήματος θα ήταν διαφορετική από την επείγουσα στήριξη της ρευστότητας (ELA), η οποία εμπίπτει στο πεδίο των εντολών των εθνικών κεντρικών τραπεζών.

Το ζήτημα της κεντρικής εκκαθάρισης των μηχανισμών συνταξιοδοτικών καθεστώτων υφίσταται επί μεγάλο χρονικό διάστημα και κατά τη διάρκεια των τελευταίων διαπραγματεύσεων για τον κανονισμό EMIR κατέστη προφανές ότι οι συννομοθέτες επιδίωκαν να ενθαρρύνουν όσο το δυνατόν περισσότερο την εξεύρεση μιας λύσης που θα μπορούσε να παρέχει σε αυτούς τους φορείς τη δυνατότητα πρόσβασης στο σύστημα κεντρικής εκκαθάρισης που σχεδιάστηκε από τις μεταρρυθμίσεις της G-20 το 2009, λαμβανομένης υπόψη της ανάγκης ύπαρξης κατάλληλων λύσεων για την αντιμετώπιση των ανησυχιών υπό ακραίες συνθήκες της αγοράς.

Κατόπιν μακρών συζητήσεων που πραγματοποιήθηκαν στην ομάδα ενδιαφερομένων μερών της Επιτροπής, προέκυψε ότι οι μηχανισμοί συνταξιοδοτικών καθεστώτων έχουν ήδη αρχίσει να εκκαθαρίζουν οικειοθελώς ορισμένα παράγωγα και μπορεί να συναχθεί το συμπέρασμα ότι το βασικό ζήτημα που απομένει να επιλυθεί είναι το ζήτημα του περιθωρίου διαφορών αποτίμησης σε μετρητά σε περιόδους ακραίων συνθηκών της αγοράς.

Η Επιτροπή παρακολουθεί συνεχώς τις εξελίξεις της αγοράς και διευκόλυνε τις ανταλλαγές και τις συζητήσεις μεταξύ των ενδιαφερομένων μερών για την εξεύρεση πιθανών λύσεων ώστε να σημειωθεί περαιτέρω πρόοδος. Με την πάροδο των ετών, τα ενδιαφερόμενα μέρη του κλάδου έχουν καταβάλει προσπάθειες επί του ζητήματος αυτού. Συγκεκριμένα, όταν απορρίφθηκε τελικά η επιλογή παροχής του περιθωρίου διαφορών αποτίμησης σε ομόλογα απευθείας στους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους λόγω ζητημάτων συμβατότητας με τον χαρακτήρα και το επιχειρηματικό μοντέλο των κεντρικών αντισυμβαλλομένων, διερευνήθηκαν και άλλοι τρόποι για τον καλύτερο δυνατό μετασχηματισμό των ασφαλειών από τους μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων.

Όπως περιγράφεται στην παρούσα έκθεση, κατά τη διάρκεια των τελευταίων ετών έχουν αναπτυχθεί μοντέλα διευκόλυνσης της πρόσβασης προκειμένου να διερευνηθεί μια δυνητικά βιώσιμη λύση για την κεντρική εκκαθάριση των μηχανισμών συνταξιοδοτικών καθεστώτων. Εξ όσων γνωρίζει η Επιτροπή, η συγκεκριμένη επιλογή χρησιμοποιείται ήδη από ορισμένους μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων. Η Επιτροπή προτίθεται να διερευνήσει περαιτέρω με τα ενδιαφερόμενα μέρη αυτή την επιλογή, συμπεριλαμβανομένου του κόστους για τους μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων. Το γεγονός ότι περισσότεροι του ενός κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι υιοθετούν μοντέλο αυτού του είδους φαίνεται να αποτελεί θετική εξέλιξη, όσον αφορά επίσης την προώθηση περισσότερων δυνατοτήτων επιλογής.

Για την εξεύρεση κατάλληλης λύσης θα απαιτηθεί πιθανότατα να καταβληθούν προσπάθειες σε διάφορους τομείς. Από τη μία πλευρά, ορισμένες πτυχές του τραπεζικού κανονισμού θα πρέπει να αξιολογηθούν περαιτέρω, μεταξύ άλλων το κατά πόσον συνέβαλαν θετικά οι πρόσφατες αλλαγές στους υπολογισμούς του δείκτη μόχλευσης. Από την άλλη πλευρά, θα πρέπει να εξεταστεί ποιοι τρόποι εξασφάλισης διευκολύνσεων ρευστότητας στους μηχανισμούς συνταξιοδοτικών καθεστώτων σε περιόδους ακραίων καταστάσεων μπορούν να διερευνηθούν.

Τα αποτελέσματα της δημόσιας διαβούλευσης που δρομολόγησε η ESMA θα παρέχουν περαιτέρω πληροφορίες σχετικά με τις πρόσφατες εξελίξεις της αγοράς και ενδεχομένως περαιτέρω ποσοτικά στοιχεία τα οποία θα εξεταστούν προσεκτικά. Η Επιτροπή δεσμεύεται επίσης να διερευνήσει κάθε κατάλληλη και εφικτή πρωτοβουλία προκειμένου να προσανατολιστεί προς μια βιώσιμη και αξιόπιστη λύση κεντρικής εκκαθάρισης.

Οι αναλύσεις αυτές θα αξιοποιηθούν κατά τους επόμενους μήνες για την τεκμηρίωση της απόφασης της Επιτροπής όσον αφορά την εξαίρεση από την κεντρική εκκαθάριση.