



ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΚΤ

Η ΕΚΤ κατέχει και διαχειρίζεται τριών ειδών χαρτοφυλάκια: τα χαρτοφυλάκια συναλλαγματικών διαθεσίμων, το χαρτοφυλάκιο ιδίων κεφαλαίων και τα χαρτοφυλάκια που αντιστοιχούν στο ταμείο συντάξεων. Το παρόν άρθρο περιγράφει τη μέθοδο που ακολουθείται κατά τη διαχείριση αυτών των χαρτοφυλακίων και παρέχει πληροφορίες σχετικά με αυτή τη δραστηριότητα. Επίσης, σκιαγραφεί εν συντομία τις κύριες λειτουργικές, τεχνολογικές και νομικές πτυχές αυτής της δραστηριότητας.

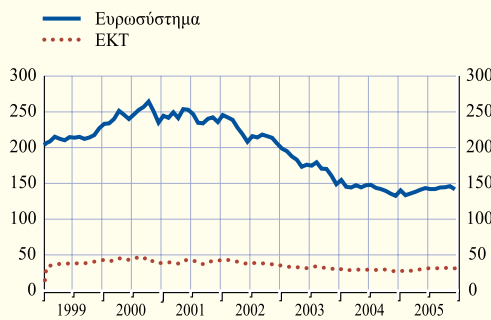
I ΓΕΝΙΚΗ ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΤΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ

Επί του παρόντος η ΕΚΤ κατέχει τριών ειδών χαρτοφυλάκια. Το πρώτο και μεγαλύτερο αποτελείται από τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της ΕΚΤ, τα οποία στο τέλος του 2005 είχαν σε τιμές αγοράς αξία περίπου 41 δισεκ. ευρώ, εκ των οποίων περίπου 31 δισεκ. ευρώ σε ξένα νομίσματα – δολάρια ΗΠΑ και γιεν Ιαπωνίας – και περίπου 10 δισεκ. ευρώ σε χρυσό και ειδικά τραπεζικά δικαιώματα (ΕΤΔ). Τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της ΕΚΤ αποτελούν τη μία συνιστώσα των συναλλαγματικών διαθεσίμων του Ευρωσυστήματος, τα οποία περιλαμβάνουν και τα συναλλαγματικά διαθέσιμα των ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ. Στο τέλος του 2005, τα συνολικά συναλλαγματικά διαθέσιμα του Ευρωσυστήματος ανέρχονταν σε περίπου 320 δισεκ. ευρώ, εκ των οποίων 142 δισεκ. ευρώ ήταν σε συνάλλαγμα και 178 δισεκ. ευρώ σε χρυσό, ΕΤΔ και συναλλαγματικές θέσεις στο ΔΝΤ. Αντανακλώντας κατά κύριο λόγο επιλογές διαχείρισης χαρτοφυλακίων των ΕθνΚΤ, τα συναλλαγματικά διαθέσιμα του Ευρωσυστήματος, χωρίς να συνυπολογιστούν οι μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών, υποχώρησαν σταθερά μεταξύ 1999 και 2005. Αντιθέτως, παραβλέποντας τις άπαξ επιδράσεις των παρεμβάσεων στην αγορά συναλλάγματος το Σεπτέμβριο και το Νοέμβριο του 2000, σε γενικές γραμμές τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της ΕΚΤ παρέμειναν σταθερά την ίδια περίοδο, με μεταβολές που κυρίως αντανακλούν διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών και σωρευμένες αποδόσεις χαρτοφυλακίων (βλ. Διάγραμμα 1).

Σκοπός του χαρτοφυλακίου συναλλαγματικών διαθεσίμων της ΕΚΤ είναι να εξασφαλίζει ότι, οποτεδήποτε χρειαστεί, το Ευρωσύστημα θα έχει επαρκείς ρευστούς πόρους για τις πράξεις συναλλαγματικής πολιτικής που διενεργού-

Διάγραμμα 1 Συναλλαγματικά διαθέσιμα της ΕΚΤ και του Ευρωσυστήματος

(δισεκ. ισοδυνάμων ευρώ)



Πηγή: ΕΚΤ.

Σημείωση: Συναλλαγματικά διαθέσιμα εκτός χρυσού, ΕΤΔ και συναλλαγματικών θέσεων στο ΔΝΤ. Τιμές αγοράς.

νται σε νομίσματα εκτός εκείνων της ΕΕ, όπως οι παρεμβάσεις που έλαβαν χώρα το Σεπτέμβριο και το Νοέμβριο του 2000.¹ Θα πρέπει ωστόσο να σημειωθεί ότι η δυνατότητα παρέμβασης της ΕΚΤ στην αγορά συναλλάγματος δεν περιορίζεται από το ύψος των συναλλαγματικών διαθεσίμων που διακρατεί. Και τούτο διότι:

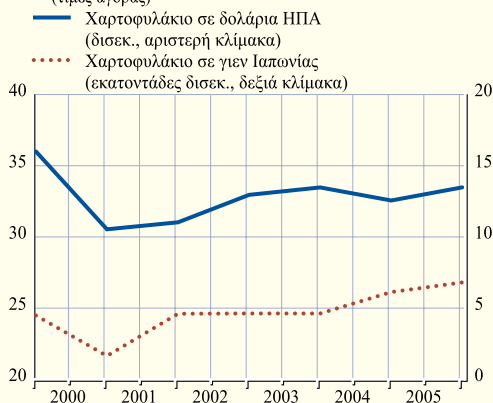
- Οι ΕθνΚΤ έχουν δεσμευτεί να παρέχουν συμπληρωματικά συναλλαγματικά διαθέσιμα στην ΕΚΤ σε περίπτωση που προκύψει ανάγκη,
- Η ΕΚΤ θα μπορούσε να χρηματοδοτήσει παρεμβάσεις χωρίς να κάνει χρήση των συναλλαγματικών διαθεσίμων της, χρησιμοποιώντας π.χ. πράξεις ανταλλαγής συναλλάγματος με την αγορά ή με τις αντίστοιχες κεντρικές τράπεζες,

¹ Περαιτέρω πληροφορίες για τις πράξεις συναλλαγματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος είναι διαθέσιμες στην ακόλουθη ηλεκτρονική διεύθυνση: <http://www.ecb.int/ecb/orga/tasks/html/foreign-exchange.el.html>.

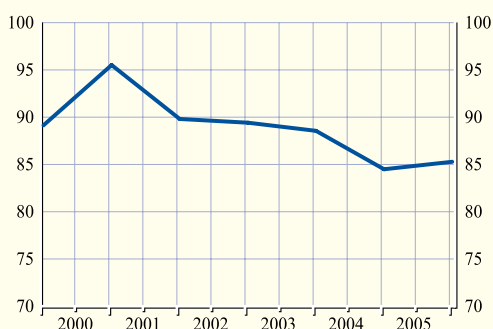
Διάγραμμα 2 Κατανομή των συναλλαγματικών διαθεσίμων της ΕΚΤ κατά νόμισμα

(δισεκ. ισοδυνάμων ευρώ)

α) Μέγεθος χαρτοφυλακίων σε δολάρια ΗΠΑ και σε γιεν Ιαπωνίας (τιμές αγοράς)



β) Ποσοστό των επενδεδυμένων σε δολάρια ΗΠΑ συναλλαγματικών διαθεσίμων της ΕΚΤ (τιμές αγοράς, σε ισοδύναμα ευρώ)



Πηγή: ΕΚΤ.

Σημείωση: Το μέγεθος των χαρτοφυλακίων υπολογίζεται ως το άθροισμα των συναλλαγματικών διαθεσίμων και των καταθέσεων των κατοίκων σε συνάλλαγμα μείον τις προκαθορισμένες μελλοντικές καθαρές εκροές επί των διακρατήσεων σε συνάλλαγμα λόγω συμφωνιών επαναγοράς και προθεσμιακών ανταλλαγών σε συνάλλαγμα.

- Οι πράξεις συναλλαγματικής πολιτικής σε νομίσματα της ΕΕ, συμπεριλαμβανομένων των παρεμβάσεων που σχετίζονται με το Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών II, μπορούν να χρηματοδοτηθούν εντός του ΕΣΚΤ.²

Η κατανομή των περιουσιακών στοιχείων σε δολάρια ΗΠΑ και γιεν Ιαπωνίας αντικατοπτρίζει τόσο τις εκτιμώμενες ανάγκες σε περίπτωση

παρέμβασης στην αγορά όσο και την προσπάθεια για άριστη διαχείριση κινδύνων. Στην αρχή του 1999 ο λόγος των περιουσιακών στοιχείων σε δολάρια ΗΠΑ προς εκείνα σε γιεν Ιαπωνίας ήταν 90/10. Στο τέλος του 2005, ύστερα από διακυμάνσεις στην αγορά συναλλάγματος και ορισμένες πράξεις εξισορρόπησης, η αναλογία αυτή ήταν περίπου 85/15 (βλ. Διάγραμμα 2).

Το δεύτερο χαρτοφυλάκιο είναι αυτό των ιδίων κεφαλαίων. Το επενδεδυμένο κεφάλαιο και το γενικό αποθεματικό της ΕΚΤ αποτελούν τη βάση αυτού του χαρτοφυλακίου, το οποίο ανερχόταν σε περίπου 6,4 δισεκ. ευρώ στο τέλος του 2005. Σκοπός του χαρτοφυλακίου ιδίων κεφαλαίων είναι να παρέχει στην ΕΚΤ ένα αποθεματικό προκειμένου να καλύπτονται πιθανές ζημιές. Το χαρτοφυλάκιο είναι επενδεδυμένο σε περιουσιακά στοιχεία σε ευρώ.

Το τρίτο και κατά πολύ μικρότερο χαρτοφυλάκιο είναι το χαρτοφυλάκιο του ταμείου συντάξεων της ΕΚΤ, όπου είναι επενδεδυμένα τα χρήματα του συνταξιοδοτικού προγράμματος της ΕΚΤ. Τα διαθέσιμα του ταμείου συντάξεων της ΕΚΤ ανερχόταν σε 161 εκατ. ευρώ στο τέλος του 2005, με συνολικές εισφορές από την ΕΚΤ και το προσωπικό της περίπου 20 εκατ. ευρώ εντός του 2005. Τα περιουσιακά στοιχεία του ταμείου συντάξεων της ΕΚΤ ανήκουν απευθείας στην ΕΚΤ, αλλά προορίζονται για το συνταξιοδοτικό πρόγραμμα. Τα οικονομικά αποτελέσματα των επενδύσεων του χαρτοφυλακίου διατηρούνται εντός του ταμείου.

Τα τρία αυτά χαρτοφυλάκια παρουσιάζουν μεγάλες διαφορές όχι μόνο ως προς το μέγεθος, αλλά και ως προς τη σύνθεση, το σκοπό, το στόχο και τη διαχείρισή τους. Ωστόσο, η ΕΚΤ εφαρμόζει κάποιες ενιαίες αρχές και γενικούς κανόνες διαχείρισης και επί των τριών χαρτοφυλακίων.

- Πρώτον, η ΕΚΤ εφαρμόζει την “αρχή της ουδετερότητας ως προς την αγορά”. Καταβάλλει προσπάθεια ώστε οι δραστηριότητες διαχείρισης των χαρτοφυλακίων της να μην προξενούν υπερβολικές στρεβλώσεις στις

² Το ΕΣΚΤ περιλαμβάνει την ΕΚΤ και τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες των 25 κρατών-μελών της ΕΕ.

τιμές της αγοράς. Πρακτικά αυτό σημαίνει ότι οι δραστηριότητες διαχείρισης χαρτοφυλακίων της ΕΚΤ πραγματοποιούνται μόνο σε αγορές μεγάλου βάθους και επαρκούς ρευστότητας, έτσι ώστε να εξασφαλίζεται ότι οι σχετικές συναλλαγές απορροφούνται εύκολα σε τιμές καθοριζόμενες από την αγορά.

- Δεύτερον, η ΕΚΤ εφαρμόζει τους κανόνες επαγγελματικής δεοντολογίας που αναπτύσσονται στον “Κώδικα Συμπεριφοράς της ΕΚΤ” και στους “Κανόνες επαγγελματικής συμπεριφοράς και επαγγελματικού απορρήτου”. Τα εγχειρίδια αυτά παρέχουν καθοδήγηση επί θεμάτων επαγγελματικής δεοντολογίας σε όλους τους εργαζομένους της ΕΚΤ. Στο πλαίσιο αυτό, οι κανόνες κατά της εκμετάλλευσης εμπιστευτικών πληροφοριών, οι οποίοι στοχεύουν στην αποφυγή της χρήσης εσωτερικής πληροφόρησης για ιδιωτικές επενδυτικές δραστηριότητες από όσους εμπλέκονται στη διαχείριση χαρτοφυλακίων, έχουν προφανώς ιδιαίτερη βαρύτητα.³
- Τρίτον, η ΕΚΤ εφαρμόζει αυστηρό διαχωρισμό μεταξύ της διαχείρισης χαρτοφυλακίων και των λοιπών δραστηριοτήτων της: ένα Σινικό Τείχος, το οποίο αντικατοπτρίζεται στην οργανωτική δομή της ΕΚΤ, εξασφαλίζει ότι όσοι εμπλέκονται σε δραστηριότητες διαχείρισης χαρτοφυλακίων δεν λαμβάνουν προνομιακή πληροφόρηση από άλλα τμήματα της ΕΚΤ. Σκοπός αυτού είναι να προλαμβάνεται τυχόν σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ της πολιτικής και των επενδυτικών δραστηριοτήτων της ΕΚΤ.

2 ΟΡΓΑΝΩΤΙΚΕΣ ΠΤΥΧΕΣ

Η ΕΚΤ έχει οργανώσει κατά διαφορετικό τρόπο τις δραστηριότητες διαχείρισης των χαρτοφυλακίων της για τα συναλλαγματικά διαθέσιμα, τα ίδια κεφάλαια και το ταμείο συντάξεων, λαμβάνοντας έτσι υπόψη τους διαφορετικούς στόχους κάθε χαρτοφυλακίου.

Στόχος της διαχείρισης του χαρτοφυλακίου συναλλαγματικών διαθεσίμων της ΕΚΤ είναι να

μεγιστοποιεί τις αποδόσεις μέσω συνετών πρακτικών διαχείρισης, στη βάση αυστηρών προδιαγραφών ασφάλειας και ρευστότητας που προκύπτουν από το σκοπό του χαρτοφυλακίου. Οι επενδυτικές κατευθυντήριες γραμμές και οι σχετικές τοποθετήσεις αναφοράς καθορίζονται από την ίδια την ΕΚΤ με τη χρήση εσωτερικά ανεπτυγμένων μεθοδολογιών (βλ. Ενότητες 3 και 4).

Αν και κάποιες λειτουργίες, όπως η διαχείριση κινδύνων και η λογιστική, διενεργούνται κατά συγκεντρωτικό τρόπο στην ΕΚΤ, οι περισσότερες από τις λειτουργίες διενέργειας πράξεων (front office) και εργασιών υποστήριξης (back office) είναι αποκεντρωμένες ανά το Ευρωσύστημα.

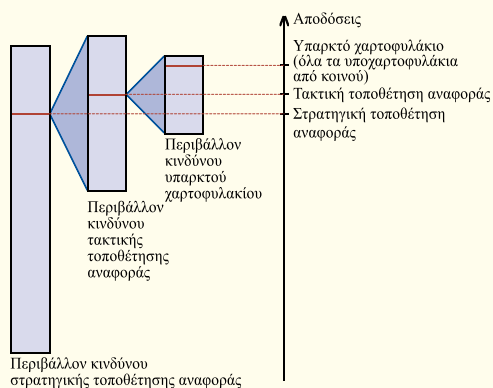
Δύο εντολές διαχείρισης χαρτοφυλακίου έχουν οριστεί έτσι ώστε να αντανακλούν αυτή την αποκεντρωτική προσέγγιση.⁴

- Η πρώτη εντολή για τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της ΕΚΤ αποσκοπεί στην υπερκάλυψη των στρατηγικών τοποθετήσεων αναφοράς του χαρτοφυλακίου συναλλαγματικών διαθεσίμων (μία σε δολάρια ΗΠΑ και μία σε γιεν Ιαπωνίας) ακολουθώντας συγκεκριμένες κατευθυντήριες γραμμές και αποφεύγοντας τις συχνές μεταβολές θέσης (κανονικά οι θέσεις αναθεωρούνται και πιθανόν μεταβάλλονται μόνο μία φορά το μήνα). Η εντολή αυτή έχει δοθεί στην Επιτροπή Επενδύσεων της ΕΚΤ, η οποία λογοδοτεί στην Εκτελεστική Επιτροπή. Τα αποτελέσματα των θέσεων που προτείνει η Επιτροπή Επενδύσεων και εγκρίνει η Εκτελεστική Επιτροπή συνιστούν τις τακτικές τοποθετήσεις αναφοράς για τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της ΕΚΤ (μία σε δολάρια ΗΠΑ και μία σε γιεν Ιαπωνίας).

3 Περαιτέρω πληροφορίες για την εταιρική διακυβέρνηση της ΕΚΤ είναι διαθέσιμες στην ακόλουθη ηλεκτρονική διεύθυνση: <http://www.ecb.int/ecb/orga/governance/html/index.el.html>.

4 Σε αυτό το πλαίσιο, ο όρος “εντολή” αναφέρεται στην κατανομή αρμοδιοτήτων διαχείρισης χαρτοφυλακίου σε μια επιχειρηματική μονάδα ή κάποιον τρίτο. Μια εντολή καθορίζει το χαρτοφυλάκιο αναφοράς σε σύγκριση με το οποίο θα αξιολογείται η επίδοση διαχείρισης χαρτοφυλακίου, το στόχο της διαχείρισης χαρτοφυλακίου και τις σχετικές επενδυτικές κατευθυντήριες γραμμές, όπως π.χ. έναν κατάλογο αποδεκτών χρηματοοικονομικών μέσων και ένα σύνολο ορίων κινδύνου.

Διάγραμμα 3 Δομή διαχείρισης του χαρτοφυλακίου συναλλαγματικών διαθεσίμων της ΕΚΤ



Πηγή: ΕΚΤ.

Σημείωση: Τα πλαίσια απεικονίζουν τα περιβάλλοντα κινδύνου των στρατηγικών τοποθετήσεων αναφοράς, των τακτικών τοποθετήσεων αναφοράς και των υπαρκτών χαρτοφυλακίων. Οι οριζόντιες κόκκινες γραμμές απεικονίζουν τα επιλεγμένα επίπεδα κινδύνου, τα οποία αντανακλούν, αντίστοιχα, το αποτέλεσμα της διαδικασίας σχεδιασμού των στρατηγικών τοποθετήσεων αναφοράς, το ύψος των τακτικών τοποθετήσεων αναφοράς και το ύψος των υπαρκτών χαρτοφυλακίων. Ο κατακόρυφος άξονας απεικονίζει τις αποδόσεις που προκύπτουν βάσει των αποφάσεων διαχείρισης χαρτοφυλακίων.

- Η δεύτερη εντολή αποσκοπεί στην υπερέκλυση των τακτικών τοποθετήσεων αναφοράς. Περιλαμβάνει επίσης το διακανονισμό των

συναλλαγών αγοράς που απαιτούνται για την επένδυση των συναλλαγματικών διαθεσίμων της ΕΚΤ, σύμφωνα με συγκεκριμένες κατευθυντήριες γραμμές. Η δομή και η κατανομή των αρμοδιοτήτων της διαχείρισης χαρτοφυλακίου που προκύπτουν απεικονίζονται στο Διάγραμμα 3 και τον Πίνακα 1.

Έως το τέλος του 2005 η δεύτερη εντολή δινόταν κατά πανομοιότυπο τρόπο σε κάθε ΕθνΚΤ. Από την 1η Ιανουαρίου 2006 οι ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ είναι ελεύθερες να απέχουν από την ανάληψη των εντολών διαχείρισης χαρτοφυλακίου συναλλαγματικών διαθεσίμων της ΕΚΤ. Όσες ΕθνΚΤ απέχουν από την ανάληψη εντολής δεν συμμετέχουν στις λειτουργικές δραστηριότητες που σχετίζονται με τη διαχείριση των συναλλαγματικών διαθεσίμων της ΕΚΤ, αλλά εξακολουθούν να συμμετέχουν παραμένον εμπλεκόμενες στις δραστηριότητες χάραξης στρατηγικής, όπως ο καθορισμός των τοποθετήσεων αναφοράς και των επενδυτικών κατευθυντηρίων γραμμών. Όσες ΕθνΚΤ αναλαμβάνουν εντολή διαχείρισης χαρτοφυλακίου συναλλαγματικών διαθεσίμων της ΕΚΤ δικαιούνται μια εντολή που αντιστοιχεί είτε σε ένα υποχαρτοφυλάκιο σε δολάρια ΗΠΑ είτε σε ένα υποχαρτοφυλάκιο σε γιεν Ιαπωνίας. Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα της Γερμανίας και η Τράπεζα της Γαλλίας δικαιούνται δύο εντολές. Η

Πίνακας 1 Κατανομή των αρμοδιοτήτων διαχείρισης του χαρτοφυλακίου συναλλαγματικών διαθεσίμων

(● = πλήρης αρμοδιότητα για τη δραστηριότητα, ○ = τοπική αρμοδιότητα για συμβολή στη δραστηριότητα)

Δραστηριότητα		ΕΚΤ	ΕθνΚΤ
Αποφάσεις επενδύσεων		●	●
Εκτέλεση			●
Διακανονισμός	Επιβεβαίωση, δημιουργία και αντιστοίχιση		●
	Οδηγίες θεματοφυλάγων και ανταποκριτών		●
Συμφωνία	Σύστημα διαχείρισης χαρτοφυλακίου/καταστάσεις υπολογαριασμών	●	●
	Καταστάσεις υπολογαριασμών/λογιστική	●	
Λογιστική		●	
Σύστημα καταγραφής συμφωνιών και διαχείρισης κινδύνου		●	○
Διαχείριση κινδύνου (π.χ. απόδοση προέλευσης επίδοσης, όρια, καθορισμός αποδεκτών χωρών/αντισυμβαλλομένων/εξδοτών)		●	
Πλαίσιο διαχείρισης συναλλαγματικών διαθεσίμων		●	(Επιτροπή ΕΣΚΤ)

Πηγή: ΕΚΤ.

κατανομή των εντολών αναθεωρείται κατά κανόνα κάθε τρία χρόνια ή όταν προκύψει συγκεκριμένη ανάγκη. Σε σύγκριση με το πλαίσιο που ίσχυε μέχρι το τέλος του 2005, το νέο πλαίσιο αναμένεται να αποφέρει βελτίωση της αποδοτικότητας. Η αρχική κατανομή των εντολών διαχείρισης χαρτοφυλακίου εμφανίζεται στον Πίνακα 2. Ακολουθεί περίπου την κλειδα κατανομής για εγγραφή στο κεφάλαιο της ΕΚΤ, δηλ. τα μερίδια των διαφόρων ΕθνΚΤ στο καταβεβλημένο κεφάλαιο της ΕΚΤ.⁵

Όσον αφορά τα ίδια κεφάλαια της ΕΚΤ, στόχος της διαχείρισης του σχετικού χαρτοφυλακίου είναι να αποφέρει μακροπρόθεσμα αποδόσεις που υπερβαίνουν το μέσο όρο του επιτοκίου κύριας αναζηματοδότησης της ΕΚΤ. Για την επίτευξη αυτού του στόχου ορίζονται επενδυτικές κατευθυντήριες γραμμές και μία τοποθέτηση αναφοράς. Το Τμήμα Επενδύσεων της ΕΚΤ έχει λάβει εντολή να ξεπερνά την τοποθέτηση αναφοράς του χαρτοφυλακίου ιδίων κεφαλαίων, σύμφωνα με συγκεκριμένες επενδυτικές κατευθυντήριες γραμμές.

Για το ταμείο συντάξεων της ΕΚΤ, ο στόχος της διαχείρισης του σχετικού χαρτοφυλακίου αφορά τη μεγιστοποίηση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων του ταμείου και την ελαχιστοποίηση του κινδύνου να υπερβούν οι υποχρεώσεις του συνταξιοδοτικού προγράμματος τα περιουσιακά στοιχεία του. Επί του παρόντος, το συνολικό χαρτοφυλάκιο του ταμείου συντάξεων διαχειρίζεται ένας εξωτερικός φορέας παροχής υπηρεσιών επιλεγμένος από την ΕΚΤ.

Πίνακας 2 Κατανομή των υποχαρτοφυλακίων συναλλαγματικών διαθεσίμων της ΕΚΤ

(στις 31 Ιανουαρίου 2006)

1 Χαρτοφυλάκιο σε δολάρια ΗΠΑ (εκατ. δολάρια ΗΠΑ)		1 Χαρτοφυλάκιο σε γιεν Ιαπωνίας (εκατοντάδες εκατ. γιεν Ιαπωνίας)	
ΒΕΛ	1.398	ΓΕΡ	628
ΓΕΡ	11.039	ΓΑΛ	442
ΕΛΛ	1.040	ΟΛΛ	2.510
ΕΣΘ	4.262	ΑΥΣ	1.307
ΓΑΛ	7.765	ΠΟΡ	1.109
ΙΡΛ	505	ΦΙΝ	810
ΙΤΑ	7.153		
ΛΟΥ	121		

Πηγή: ΕΚΤ.

3 ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΚΑΤΕΥΘΥΝΤΗΡΙΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ

Οι κατευθυντήριες γραμμές μεταφράζουν τους γενικούς στόχους διαχείρισης χαρτοφυλακίου σε συγκεκριμένες αρχές και κανόνες, όπου συμπεριλαμβάνονται τα κριτήρια επιλογής εκδοτών και αντισυμβαλλομένων, καθώς και ένα πλαίσιο διαχείρισης κινδύνων αγοράς και πιστωτικών κινδύνων. Υπάρχουν σημαντικές διαφορές ανάμεσα στο χαρτοφυλάκιο του ταμείου συντάξεων και στα άλλα δύο είδη χαρτοφυλακίων όσον αφορά τις κατευθυντήριες γραμμές. Το Πλαίσιο 1 παρέχει πληροφορίες σχετικά με το ταμείο συντάξεων. Τα σχόλια που ακολουθούν αναφέρονται μόνο στα άλλα δύο χαρτοφυλάκια.

⁵ Περαιτέρω πληροφορίες για το καταβεβλημένο κεφάλαιο της ΕΚΤ είναι διαθέσιμες στην ακόλουθη ηλεκτρονική διεύθυνση: <http://www.ecb.int/ecb/orga/capital/html/index.el.html>.

Πλαίσιο 1

ΝΟΜΙΚΕΣ ΠΤΥΧΕΣ ΤΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΤΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ ΤΗΣ ΕΚΤ

Το παρόν Πλαίσιο περιγράφει τις κύριες νομικές πτυχές που αφορούν τη διαχείριση των χαρτοφυλακίων της ΕΚΤ σε σχέση με τα συναλλαγματικά διαθέσιμα, τα ίδια κεφάλαια και το ταμείο συντάξεων της ΕΚΤ, καθώς και το πρόσφατα καταρτισμένο πλαίσιο υπηρεσιών διαχείρισης διαθεσίμων του Ευρωσυστήματος.

Διαχείριση συναλλαγματικών διαθεσίμων

Για την τεκμηρίωση των πράξεων που αφορούν τα περιουσιακά στοιχεία των συναλλαγματικών διαθεσίμων της, η ΕΚΤ χρησιμοποιεί:

- τη Σύμβαση-Πλαίσιο της Ομοσπονδίας Τραπεζών της ΕΕ (FBE) για Χρηματοπιστωτικές Συναλλαγές, έκδοση 2004, (Ευρωπαϊκή Σύμβαση-Πλαίσιο ή “ΕΜΑ”) με αντισυμβαλλομένους που έχουν συσταθεί σύμφωνα με το δίκαιο ενός από 15 συγκεκριμένα κράτη της ΕΕ ή το ελβετικό δίκαιο για (α) συμφωνίες επαναγοράς και συμφωνίες αγοράς/επαναπώλησης και (β) εξωχρηματιστηριακά παράγωγα και εξωχρηματιστηριακές πράξεις συναλλάγματος,
- τη Σύμβαση-Πλαίσιο Συμφωνιών Επαναγοράς της Ομοσπονδίας Αγορών Ομολόγων (TBMA), έκδοση 1996, για συμφωνίες επαναγοράς και συμφωνίες αγοράς/επαναπώλησης με αντισυμβαλλομένους που έχουν συσταθεί σύμφωνα με το ομοσπονδιακό ή κάποιο πολιτειακό δίκαιο των ΗΠΑ,
- την Παγκόσμια Σύμβαση-Πλαίσιο Συμφωνιών Επαναγοράς της Ομοσπονδίας Αγορών Ομολόγων (TBMA) και της Διεθνούς Ομοσπονδίας Αγορών Τίτλων (ISMA), έκδοση 2000, για συμφωνίες επαναγοράς και συμφωνίες αγοράς/επαναπώλησης με αντισυμβαλλομένους που έχουν συσταθεί σύμφωνα με το δίκαιο κρατών εκτός της ΕΕ, της Ελβετίας και των ΗΠΑ,
- τη Σύμβαση-Πλαίσιο της Διεθνούς Ομοσπονδίας Συμβάσεων Ανταλλαγής και Παραγώγων (ISDA) (σε διαφορετικά νομίσματα και διασυνοριακά), έκδοση 1992, για εξωχρηματιστηριακά παράγωγα και εξωχρηματιστηριακές πράξεις συναλλάγματος με όλους τους αντισυμβαλλομένους εκτός εκείνων που έχουν συσταθεί σύμφωνα με το δίκαιο ενός από 15 συγκεκριμένα κράτη της ΕΕ ή το ελβετικό δίκαιο, και
- τη Σύμβαση-Πλαίσιο της ΕΚΤ για το Συμψηφισμό όσον αφορά την τεκμηρίωση πράξεων με όλους τους αντισυμβαλλομένους εκτός εκείνων με τους οποίους η ΕΚΤ έχει συνάψει μια ΕΜΑ και οι οποίοι έχουν συσταθεί σύμφωνα με το δίκαιο ενός από 14 συγκεκριμένα κράτη της ΕΕ ή το ελβετικό δίκαιο.

Διαχείριση ιδίων κεφαλαίων

Για την τεκμηρίωση των πράξεων που αφορούν τα ίδια κεφάλαιά της, η ΕΚΤ χρησιμοποιεί την ΕΜΑ και τη Σύμβαση-Πλαίσιο της ΕΚΤ για το Συμψηφισμό. Το πλαίσιο συμβάσεων της ΕΚΤ που διέπει το δανεισμό τίτλων για το χαρτοφυλάκιο των ιδίων κεφαλαίων της έχει τους ακόλουθους στόχους:

- να ελαχιστοποιεί τους κινδύνους που αφορούν το δανεισμό,
- να διευκολύνει τις δραστηριότητες που σχετίζονται με το δανεισμό, και
- να εξασφαλίζει εμπιστευτικότητα όσον αφορά τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου της ΕΚΤ.

Για το σκοπό αυτό, η σύμβαση δανεισμού τίτλων και αντιπροσώπευσης εξασφαλίζει, μεταξύ άλλων, ότι η ΕΚΤ θα αποζημιώνεται για τυχόν ζημιά που επέρχεται κατά τη διενέργεια πράξεων συμφωνίας επαναγοράς και αντιστρεπτών πράξεων συμφωνίας επαναγοράς στο πλαίσιο του προγράμματος δανεισμού τίτλων. Κάτι που εξετάστηκε πολύ προσεκτικά ήταν η σύναψη σύμβασης με φορέα που εδρεύει στη ζώνη του ευρώ και προβαίνει και ο ίδιος σε δραστηριότητες δανεισμού τίτλων, ενώ επωφελείται από την εγγύηση της μητρικής εταιρείας. Προκειμένου να εξασφαλίζεται ότι η σύνθεση του χαρτοφυλακίου της ΕΚΤ θα διατηρείται εμπιστευτική, η ΕΚΤ απαιτεί να συναφθούν κατάλληλες – και πανομοιότυπες – συμβάσεις εμπιστευτικότητας μεταξύ του αντιπροσώπου δανεισμού τίτλων και των διαφόρων αποδεκτών αντισυμβαλλομένων. Παρόμοια ρύθμιση εξετάζεται και όσον αφορά τα περιουσιακά στοιχεία σε δολάρια ΗΠΑ του χαρτοφυλακίου συναλλαγματικών διαθεσίμων.

Διαχείριση ταμείου συντάξεων

Τα διαθέσιμα του ταμείου συντάξεων είναι επενδεδυμένα σε ομόλογα, μετοχές και χρηματοοικονομικά μέσα της αγοράς χρήματος. Η ΕΚΤ συμβάλλεται με τους φορείς παροχής υπηρεσιών διαχείρισης του ταμείου συντάξεων εκ μέρους του ταμείου συντάξεων. Μέχρι πρόσφατα υπήρχε μία μόνο σύμβαση με ένα φορέα παροχής υπηρεσιών, ο οποίος λειτουργούσε και ως διαχειριστής επενδύσεων και ως θεματοφύλακας. Έκτοτε, οι δύο αυτές λειτουργίες έχουν διαχωριστεί και υπάρχει χωριστή σύμβαση διαχείρισης επενδύσεων με ένα φορέα παροχής υπηρεσιών που λειτουργεί ως διαχειριστής επενδύσεων και χωριστή σύμβαση θεματοφυλακής με το ίδρυμα-θεματοφύλακα.

Ως βάση χρησιμοποιήθηκαν οι τυπικές συμβάσεις του κλάδου, προσαρμοσμένες στις συγκεκριμένες απαιτήσεις του ταμείου συντάξεων της ΕΚΤ. Φυσικά, τα θέματα ευθυνών και υποχρεώσεων αποτελούν πάντα βασικά θέματα σε συμβάσεις αυτού του είδους. Επιπλέον, έπρεπε να εξασφαλιστεί ο έλεγχος της ΕΚΤ επί του χρησιμοποιούμενου δικτύου θεματοφυλακής και των εφαρμόζομενων χρηματοοικονομικών μέσων. Λόγω του διττού πλαισίου (με χωριστό θεματοφύλακα και χωριστό διαχειριστή επενδύσεων) έπρεπε να καθοριστεί ο ακριβής επιμερισμός των αρμοδιοτήτων μεταξύ των δύο φορέων παροχής υπηρεσιών. Όσον αφορά το διαχειριστή επενδύσεων, η σύμβαση έπρεπε να προβλέπει όρια κινδύνου αγοράς, καθορισμένα με τη χρήση της έννοιας του σφάλματος παρακολούθησης ίχνους, τα οποία να εξασφαλίζουν ότι η απόδοση των υπό διαχείριση χαρτοφυλακίων δεν θα αποκλίνει σημαντικά από εκείνη των αντίστοιχων τοποθετήσεων αναφοράς. Για ορισμένες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων προβλέφθηκε να χρησιμοποιούνται και ήδη υπάρχοντα αμοιβαία κεφάλαια που χειρίζεται ο διαχειριστής επενδύσεων, παράλληλα με άλλους επενδυτές. Προκειμένου να πληρούνται οι προϋποθέσεις της ΕΚΤ, ήταν απαραίτητες ορισμένες τροποποιήσεις των υφιστάμενων πολιτικών αυτών των αμοιβαίων κεφαλαίων. Το ειδικό φορολογικό καθεστώς της ΕΚΤ έπρεπε επίσης να αντικατοπτρίζεται στη δομή, ενώ το κατάλληλο επίπεδο παροχής υπηρεσιών φορολογίας και εταιρικής δράσης έπρεπε να εξασφαλίζεται από το θεματοφύλακα. Λόγω της σχετικά πολύπλοκης δομής, ήταν επίσης απαραίτητο όλες οι επιβαρύνσεις να προσδιορίζονται, να καθίστανται διαφανείς και να χρεώνονται απευθείας στην ΕΚΤ.

ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΕΚΔΟΤΗ ΚΑΙ ΑΝΤΙΣΥΜΒΑΛΛΟΜΕΝΟΥ

Τα χαρτοφυλάκια συναλλαγματικών διαθεσίμων και ιδίων κεφαλαίων της ΕΚΤ επενδύονται σε τοποθετήσεις σταθερού εισοδήματος, δηλ. σε χρηματοοικονομικά μέσα της αγοράς χρήματος, γραμμάτια και ομόλογα, και τα αντίστοιχα χρηματοοικονομικά παράγωγα.

Προκειμένου να επιλεγούν οι αποδεκτοί εκδότες για τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της ΕΚΤ, δίνεται έμφαση κυρίως στο να εξασφαλίζεται ότι τα συναλλαγματικά διαθέσιμα θα επενδύονται σύμφωνα με τους πρωταρχικούς λειτουργικούς στόχους του σχετικού χαρτοφυλακίου, δηλ. τις προϋποθέσεις ασφάλειας και ρευστότητας. Συγκεκριμένα, επί του παρόντος αποδεκτοί εκδότες είναι: οι κυβερνήσεις των ΗΠΑ, της Ιαπωνίας και του Καναδά, ορισμένα ιδιωτικά πρακτορεία

υψηλής αξιολόγησης και διεθνείς ή υπερεθνικοί οργανισμοί όπου τα μέλη της ΕΕ δεν είναι πλειοψηφικοί μέτοχοι, και η ΤΔΔ.

Οι αποδεκτοί εκδότες για τα ίδια κεφάλαια της ΕΚΤ χωρίζονται σε τρεις κατηγορίες: κυβερνητικούς εκδότες, μη κυβερνητικούς εκδότες και εκδότες καλυπτόμενων ομολόγων. Συγκεκριμένα, οι κυβερνητικοί εκδότες περιλαμβάνουν τα κράτη-μέλη της ΕΕ και περιφερειακές κυβερνήσεις εφόσον τυγχάνουν μιας ελάχιστης αξιολόγησης. Στους μη κυβερνητικούς εκδότες περιλαμβάνονται ορισμένα πρακτορεία και επιχειρήσεις υψηλής αξιολόγησης και η ΤΔΔ. Επιπλέον, τόσο οι κυβερνητικοί όσο και οι μη κυβερνητικοί τίτλοι χρησιμοποιούνται κατά τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου ιδίων κεφαλαίων της ΕΚΤ μόνο αν η διαπραγματευσή τους γίνεται σε αγορά μεγάλου βάθους και επαρκούς ρευστότητας, δηλ. σε αγορά όπου οι

συναλλαγές της ΕΚΤ μπορούν εύκολα να απορροφηθούν χωρίς υπερβολικές επιδράσεις στις τιμές. Οι μη κυβερνητικοί εκδότες πρέπει και αυτοί να υπερβαίνουν ένα ελάχιστο όριο αξιολόγησης, καθώς και άλλα κριτήρια, μεταξύ των οποίων ένα ελάχιστο ύψος μετοχικού κεφαλαίου.

Οι αντισυμβαλλόμενοι για τις δραστηριότητες διαχείρισης των συναλλαγματικών διαθεσίμων και των ιδίων κεφαλαίων της ΕΚΤ επιλέγονται με βάση τη σύνεση και τη λειτουργική αποδοτικότητά τους. Πρέπει (α) να εποπτεύονται από αναγνωρισμένο εποπτικό φορέα, (β) να έχουν συσταθεί σε αποδεκτή χώρα, (γ) να πληρούν τα ελάχιστα κριτήρια φερεγγυότητας που ορίζει η ΕΚΤ και (δ) να έχουν εξατομικευμένη έγκριση από την ΕΚΤ. Τα ελάχιστα κριτήρια φερεγγυότητας διαφοροποιούνται ανάλογα με τον πιστωτικό κίνδυνο που ενέχουν τα διάφορα χρηματοοικονομικά μέσα. Τα ελάχιστα κριτήρια είναι υψηλότερα για τις συναλλαγές που συνεπάγονται άμεση έκθεση σε πιστωτικό κίνδυνο, όπως οι καταθέσεις χωρίς παροχή ασφάλειας, από ό,τι για τις συναλλαγές ταυτόχρονης παράδοσης και πληρωμής (DvP). Στην περίπτωση των ιδίων κεφαλαίων, καταθέσεις χωρίς παροχή ασφάλειας επιτρέπονται μόνο στην ΤΔΔ. Για να θεωρηθεί αποδεκτός ένας αντισυμβαλλόμενος που δεν διαθέτει αξιολόγηση απαιτείται επίσημη γραπτή εγγύηση από τη μητρική του εταιρεία, η οποία θα πρέπει να διαθέτει επαρκή αξιολόγηση. Επί του παρόντος, η αξιολόγηση "Α" (ο δεύτερος κατά σειρά βαθμός στις κλίμακες αξιολόγησης πολλών διεθνών πρακτορείων αξιολόγησης) αποτελεί τον ελάχιστο βαθμό πιστοληπτικής ικανότητας για αντισυμβαλλομένους αποδεκτούς για συναλλαγές χωρίς παροχή ασφάλειας.

Οι αντισυμβαλλόμενοι, οι εκδότες και οι χώρες που πληρούν τα κριτήρια επιλογής για τα συναλλαγματικά διαθέσιμα και τα ίδια κεφάλαια της ΕΚΤ συνοψίζονται στον Πίνακα 3.

Αξίζει επίσης να σημειωθεί ότι οι συναλλαγές που διενεργούνται στο πλαίσιο της διαχείρισης χαρτοφυλακίων της ΕΚΤ υπόκεινται και σε έναν ακόμη περιορισμό, το σεβασμό της απαγόρευσης της νομισματικής χρηματοδότησης που ενσωματώνεται στη Συνθήκη και το σχετικό Κανονισμό

Πίνακας 3 Αριθμός αποδεκτών αντισυμβαλλόμενων, εκδοτών και χωρών

(στις 31 Ιανουαρίου 2006)

	Συναλλαγματικά διαθέσιμα	Ίδια κεφάλαια
Σύνολο αντισυμβαλλόμενων	119 ¹⁾	26 ²⁾
εκ των οποίων: αποδεκτοί για συναλλαγές DvP	81	26
εκ των οποίων: αποδεκτοί για καταθέσεις	45	1 (ΤΔΔ)
Αποδεκτοί εκδότες του ιδιωτικού τομέα	1	52
Αποδεκτοί εκδότες του δημόσιου τομέα	8	35
Αποδεκτές χώρες	21	26

Πηγή: ΕΚΤ.

1) Για τα συναλλαγματικά διαθέσιμα, 39 αντισυμβαλλόμενοι είναι αποδεκτοί για καταθέσεις και συναλλαγές DvP.

2) Για τα ίδια κεφάλαια, η ΤΔΔ είναι αποδεκτή για καταθέσεις και συναλλαγές DvP.

του Συμβουλίου.⁶ Ειδικότερα, αγορές χρεογράφων που έχουν εκδοθεί από κράτη-μέλη ή κοινοτικά ιδρύματα ή όργανα απαγορεύονται αυστηρά στην πρωτογενή αγορά, ενώ στη δευτερογενή αγορά, αν και δεν απαγορεύονται, δεν θα πρέπει να χρησιμοποιούνται για να παρακαμφθεί η απαγόρευση. Βάσει αυτού, τυχόν αγορές στη δευτερογενή αγορά ή χρεόγραφα εκδοθέντα από κράτη-μέλη υπόκεινται σε όρια εποπτείας. Ωστόσο, ειδικά στο πλαίσιο του χαρτοφυλακίου συναλλαγματικών διαθεσίμων, υπάρχει μία εξαίρεση βάσει της οποίας η ΕΚΤ επιτρέπεται να αγοράζει χρεόγραφα εκδοθέντα από κράτη-μέλη που δεν συμμετέχουν στην πρωτογενή αγορά εφόσον οι εν λόγω αγορές διενεργούνται με αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση των συναλλαγματικών διαθεσίμων.⁷

ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Οι πρωταρχικοί περιορισμοί που σχετίζονται με τους πιστωτικούς κινδύνους για τις επενδύσεις στο πλαίσιο των συναλλαγματικών διαθεσίμων και των ιδίων κεφαλαίων της ΕΚΤ αφορούν τα

6 Η απαγόρευση αυτή προβλέπεται από το Άρθρο 101 της Συνθήκης, με το οποίο συνδέεται ο Κανονισμός του Συμβουλίου (ΕΚ) 3603/93 της 13ης Δεκεμβρίου 1993.

7 Η συγκεκριμένη εξαίρεση προβλέπεται από το Άρθρο 2 του Κανονισμού του Συμβουλίου (ΕΚ) 3603/93. Όπως προαναφέρθηκε, η εξαίρεση αυτή δεν αφορά την ΕΚΤ, η οποία έχει αποφασίσει ότι τα κράτη-μέλη της ΕΕ και οι διεθνείς ή υπερεθνικοί οργανισμοί στους οποίους τα κράτη-μέλη της ΕΕ είναι πλειοψηφικοί μέτοχοι δεν είναι αποδεκτοί εκδότες για τη διαχείριση των συναλλαγματικών διαθεσίμων της ΕΚΤ.

κριτήρια επιλογής αντισυμβαλλομένων και εκδοτών που περιγράφονται στην προηγούμενη ενότητα. Ωστόσο, η διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου απαιτεί πιο συγκεκριμένα εργαλεία. Τέτοια είναι τα θεσπιζόμενα όρια που εξασφαλίζουν ότι θα αποφεύγεται τόσο η ανάληψη υπερβολικών κινδύνων όσο και η συγκέντρωση κινδύνων. Οι διαφορετικές κατηγορίες των ορίων που εφαρμόζονται και παρακολουθούνται από το σύστημα διαχείρισης πιστωτικού κινδύνου της ΕΚΤ είναι οι εξής:

- Όρια κινδύνου χώρας. Η έκθεση σε κίνδυνο χώρας απορρέει από έκθεση σε κίνδυνο εκδότη ή κίνδυνο αντισυμβαλλομένου κατά την οποία λαμβάνεται υπόψη η δικαιοδοσία του οργανισμού ή το κράτος σύστασης του εκδότη ή του αντισυμβαλλομένου. Τα όρια κινδύνου χώρας εξαρτώνται από τη συνάφεια της κάθε χώρας προς τις επενδυτικές δραστηριότητες της ΕΚΤ, την πιστοληπτική της ικανότητα και το μέγεθός της σε όρους ΑΕΠ.
- Όρια κινδύνου εκδότη. Αφορούν έκθεση σε κίνδυνο λόγω διακράτησης τίτλων συγκεκριμένων εκδοτών ή ομάδων εκδοτών. Τα όρια κινδύνου εκδότη εξαρτώνται από τη συνάφεια του κάθε εκδότη, την αξιολόγησή του και το ύψος των υφιστάμενων εκδόσεών του.
- Όρια κινδύνου αντισυμβαλλομένου. Κατά τη διαχείριση των συναλλαγματικών διαθεσίμων εφαρμόζονται συγκεκριμένα όρια για κίνδυνο αντισυμβαλλομένου που απορρέει από καταθέσεις χωρίς παροχή ασφάλειας. Τα όρια αντισυμβαλλομένου εξαρτώνται από τις αξιολογήσεις του αντισυμβαλλομένου (ή του εγγυητή του) και τους μετοχικούς τίτλους του. Επιπλέον, για όλους τους αντισυμβαλλομένους εφαρμόζεται και ένα ανώτατο όριο κινδύνου.
- Όρια κινδύνου διακανονισμού αντισυμβαλλομένου. Το όριο αυτό αφορά έκθεση σε κίνδυνο που απορρέει από συναλλαγές μη ταυτόχρονης παράδοσης και πληρωμής (non-DvP). Στην περίπτωση των ιδίων κεφαλαίων της ΕΚΤ δεν υφίσταται όριο κινδύνου διακανονισμού αντισυμβαλλομέ-

νου, αφού όλες οι συναλλαγές είναι συναλλαγές ταυτόχρονης παράδοσης και πληρωμής (DvP).

Για τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της ΕΚΤ, τίθενται συνολικά όρια στις ΕθνΚΤ που διαχειρίζονται κατά αποκεντρωμένο τρόπο τα υποχαρτοφυλάκια, σύμφωνα με μια κλειδα κατανομής που αντανακλά τα μεγέθη των χαρτοφυλακίων.

ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΑΓΟΡΑΣ

Η διαχείριση του κινδύνου αγοράς για τα χαρτοφυλάκια συναλλαγματικών διαθεσίμων και ιδίων κεφαλαίων της ΕΚΤ γίνεται με βάση ένα πολυεπίπεδο πλαίσιο τοποθετήσεων αναφοράς και ζώνες απόκλισης από αυτές τις τοποθετήσεις αναφοράς για τις δραστηριότητες διαχείρισης χαρτοφυλακίου.

Στην ουσία, ο στόχος της διαχείρισης του συνολικού κινδύνου αγοράς είναι να εξασφαλίζεται ότι τα επιμέρους επενδυτικά χαρτοφυλάκια περιορίζουν τις τυχόν ζημιές σε δεδομένα συνετά επίπεδα.

Η έκθεση σε κινδύνους αγοράς, οι οποίοι ενέχονται σε όλα τα επενδυτικά χαρτοφυλάκια, καθώς και η συμμόρφωση της διαχείρισης χαρτοφυλακίου προς το πλαίσιο διαχείρισης κινδύνου αγοράς παρακολουθούνται καθημερινά μέσω των πληροφορικών συστημάτων που περιγράφονται στο Πλαίσιο 2. Η έκθεση σε κινδύνους αγοράς μετρείται με μια σειρά από δείκτες, μεταξύ των οποίων οι τιμές δυνητικής ζημίας (VaR) για τις διακρατήσεις σε τοπικά νομίσματα και σε ευρώ, οι τροποποιημένες διάρκειες, τα σφάλματα παρακολούθησης ίχνους και οι κίνδυνοι από έκθεση σε συγκεκριμένες κατηγορίες χρηματοοικονομικών μέσων.⁸ Οι τιμές VaR υπο-

⁸ Η τροποποιημένη διάρκεια αποτελεί μέτρο της έκθεσης ενός χαρτοφυλακίου σε κίνδυνο επιτοκίου. Αντανακλά τη σταθμισμένη μέση εναπομένουσα διάρκεια των χρηματοοικονομικών μέσων που διακρατούνται στο χαρτοφυλάκιο. Η VaR αποτελεί εκτίμηση της μέγιστης πιθανής ζημίας σε δεδομένο επίπεδο εμπιστοσύνης (π.χ. 95%) εντός δεδομένου επενδυτικού χρονικού ορίζοντα (π.χ. ενός έτους). Το σφάλμα παρακολούθησης ίχνους είναι η τυπική απόκλιση των διαφορών μεταξύ των αποδόσεων του χαρτοφυλακίου και των αποδόσεων αναφοράς που παρατηρείται με δεδομένη συχνότητα (π.χ. καθημερινά) εντός δεδομένης χρονικής περιόδου (π.χ. τριών μηνών).

λογίζονται τόσο σε απόλυτη βάση όσο και σε σχέση με τις αντίστοιχες τοποθετήσεις αναφοράς.

Εντός αυτού του πλαισίου, οι ζώνες απόκλισης από τις τοποθετήσεις αναφοράς, εκφρασμένες σε όρους τροποποιημένης διάρκειας και σχετικής VaR, παρέχουν ένα περιθώριο κινήσεων για τη διαχείριση χαρτοφυλακίου. Αν και οι τιμές VaR παρακολουθούνται εδώ και αρκετά χρόνια, μόλις εφέτος τα όρια σχετικής VaR θα γίνουν δεσμευτικά και κατά συνέπεια τα όρια τροποποιημένης διάρκειας θα διακοπούν. Τα όρια του κινδύνου αγοράς καθορίζονται έτσι ώστε να εξασφαλίζεται ότι η ανάληψη θέσης είναι δυνατή ενώ ο ενδεχόμενος κίνδυνος αγοράς παραμένει περιορισμένος σε συνετά επίπεδα. Στο παρελθόν οι θέσεις που αναλήφθη-

καν παρέμεναν κατά μέσο όρο σημαντικά χαμηλότερα από τις επιτρεπόμενες ζώνες απόκλισης, γεγονός που αντανάκλα μια συνετή στάση όσον αφορά την ανάληψη κινδύνου από πλευράς των διαχειριστών χαρτοφυλακίων στην ΕΚΤ και τις ΕθνΚΤ. Οι τοποθετήσεις αναφοράς και οι ζώνες απόκλισης αναθεωρούνται τακτικά ώστε να εξασφαλίζεται η συμμόρφωσή τους προς τις συνολικές προτιμήσεις κινδύνου/απόδοσης της ΕΚΤ.

Η πορεία του κινδύνου ρευστότητας των συναλλαγματικών διαθεσίμων της ΕΚΤ παρακολουθείται επίσης καθημερινά, έτσι ώστε να εξασφαλίζεται ότι επαρκή ποσά περιουσιακών στοιχείων διακρατούνται σε μετρητά ή τίτλους υψηλής ρευστότητας.

Πλαίσιο 2

ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ ΓΙΑ ΤΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ ΤΗΣ ΕΚΤ

Όλες οι δραστηριότητες διαχείρισης χαρτοφυλακίων της ΕΚΤ εκτός της διαχείρισης του ταμείου συντάξεων υποστηρίζονται από ένα ενιαίο, ολοκληρωμένο σύστημα διαχείρισης χαρτοφυλακίων. Το σύστημα αυτό εξασφαλίζει ότι όλα τα χρηματοοικονομικά μέσα που είναι αποδεκτά στο πλαίσιο της διαχείρισης των συναλλαγματικών διαθεσίμων και των ιδίων κεφαλαίων της ΕΚΤ διεκπεραιώνονται και παρακολουθούνται σε συμμόρφωση προς τις απαιτήσεις της ΕΚΤ στους χώρους διενέργειας πράξεων (front office), ενδιάμεσων εργασιών (middle office) ή εργασιών υποστήριξης (back office). Μία εφαρμογή λογιστικής αναπτύχθηκε ειδικά για τις ανάγκες της ΕΚΤ και ενσωματώθηκε στο σύστημα προκειμένου να αντιμετωπιστούν οι ειδικές απαιτήσεις του ΕΣΚΤ στον τομέα της λογιστικής.

Η προμήθεια του συστήματος έγινε το 1997 με δημόσιο διαγωνισμό, τον οποίο ακολούθησε μια μεθοδική διαδικασία επιλογής. Αρχικά επιλέχθηκαν επτά συστήματα, τα οποία κατόπιν αξιολογήθηκαν στη βάση ενός προσυμφωνημένου συνόλου προδιαγραφών, προκειμένου να επιλεγεί εκείνο που πληρούσε καλύτερα τις λειτουργικές και τεχνικές προϋποθέσεις της ΕΚΤ. Το σύστημα εγκαταστάθηκε το 1998 ώστε να είναι λειτουργικό την 1η Ιανουαρίου 1999.

Έκτοτε έχουν ενσωματωθεί πολλές αναβαθμισμένες εκδόσεις του συστήματος, ούτως ώστε να εξασφαλίζεται ότι εξακολουθεί να καλύπτει τις εξελισσόμενες ανάγκες της ΕΚΤ, όπως π.χ. να υποστηρίζει τα νέα χαρακτηριστικά και τα νέα χρηματοοικονομικά μέσα που διαμορφώνονται λόγω των μεταβολών του επενδυτικού πλαισίου της ΕΚΤ.

Από το 1997, αρκετές ΕθνΚΤ εντός του ΕΣΚΤ έχουν επιλέξει το ίδιο σύστημα με την ΕΚΤ για τη διαχείριση των δικών τους χαρτοφυλακίων. Ο αυξανόμενος αριθμός των κεντρικών τραπεζών που χρησιμοποιούν την ίδια πλατφόρμα για τους δικούς τους σκοπούς έχει προσφέρει μοναδικές ευκαιρίες για συλλογική ανάληψη έργων, εκμετάλλευση συνεργιών και καλύτερη διαχείριση της σχέσης με τον πωλητή του συστήματος.

Η αρχιτεκτονική του συστήματος εξασφαλίζει ότι κάθε ΕθνΚΤ που συμμετέχει στη διαχείριση των συναλλαγματικών διαθεσίμων της ΕΚΤ, σύμφωνα με την αρχή της αποκέντρωσης, συνδέεται με τους ίδιους κεντρικούς διακομιστές, ενώ έχει πρόσβαση μόνο στις συναλλαγές που σχετίζονται με τα χαρτοφυλάκια επενδύσεων και παρεμβάσεών της. Έτσι δεν απαιτούνται προσαρμογές συστημάτων ή μεταφορές συναλλαγών κατά παρτίδες.

Αν και το σύστημα υποστηρίζει και λειτουργίες εργασιών υποστήριξης (back office), στην ΕΚΤ χρησιμοποιούνται μόνο οι λειτουργίες διενέργειας πράξεων (front office) και οι λειτουργίες ενδιάμεσων εργασιών (middle office), ενώ κάθε ΕθνΚΤ είναι υπεύθυνη για το διακανονισμό των συναλλαγών που διενήργησε ως αντιπρόσωπος της ΕΚΤ μέσω του δικού της συστήματος.

Η ΕΚΤ χρησιμοποιεί επίσης και αρκετά άλλα συστήματα κατά τις δραστηριότητες διαχείρισης των χαρτοφυλακίων της. Μεταξύ αυτών συγκαταλέγονται ένα σύστημα διοικητικής διαχείρισης ταμείου συντάξεων, ένα σύστημα ελέγχου συμφωνίας ταμείου σε μετρητά και τίτλους, μια ηλεκτρονική πλατφόρμα διαπραγμάτευσης για συναλλαγές επί τίτλων και ένα σύστημα αναλυτικής κινδύνων. Σήμερα αναπτύσσεται μια βάση δεδομένων για την ανάλυση των ιστορικών τιμών που σχετίζονται με κινδύνους και επιδόσεις.

4 ΣΧΕΔΙΑΣΜΟΣ ΤΙΜΩΝ ΑΝΑΦΟΡΑΣ

Για τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της ΕΚΤ, η διαδικασία καθορισμού της στρατηγικής κατανομής των περιουσιακών στοιχείων περιλαμβάνει δύο στάδια. Σε πρώτο στάδιο προσδιορίζεται το μίγμα νομισμάτων των συναλλαγματικών διαθεσίμων, και άρα προκύπτουν τα βέλτιστα ποσοστά των διακρατήσεων σε δολάρια ΗΠΑ και σε γιεν Ιαπωνίας, λαμβανομένων υπόψη πρώτα των αναγκών πολιτικής και κατόπιν των σχετικών κινδύνων. Σε δεύτερο στάδιο προτείνεται μια βέλτιστη κατανομή των περιουσιακών στοιχείων για κάθε ένα από τα νομίσματα. Επί του παρόντος, οι προτιμήσεις κινδύνου/απόδοσης διαμορφώνονται χωριστά για τη διαχείριση της νομισματικής κατανομής και για τη διαχείριση των υποχαρτοφυλακίων σε δολάρια ΗΠΑ και σε γιεν Ιαπωνίας.

Για τα ίδια κεφάλαια της ΕΚΤ η διαδικασία της στρατηγικής κατανομής των περιουσιακών στοιχείων είναι παρόμοια με το δεύτερο στάδιο που περιγράφεται παραπάνω, με κάπως διαφορετικές παραμέτρους που αντανακλούν τον πιο μακροπρόθεσμο προσανατολισμό και τις χαμηλότερες απαιτήσεις ρευστότητας των ιδίων κεφαλαίων της ΕΚΤ.

Δεδομένης της σπουδαιότητας της επιλογής επαρκών τοποθετήσεων αναφοράς, την οποία έχουν δείξει πολλές θεωρητικές και εμπειρικές μελέτες, σημαντικοί πόροι αφιερώνονται για την ανάπτυξη των μεθοδολογιών που χρησιμοποιούνται στη διαδικασία σχεδιασμού των τοποθετήσεων αναφοράς. Μέσω των επενδυτικών της εργασιών, η ΕΚΤ έχει αναπτύξει ένα οικονομικό υπόδειγμα κατασκευασμένο ειδικά για το σκοπό αυτό, το οποίο βασίζεται σε δημοσίως διαθέσιμες μακροοικονομικές προβλέψεις προκειμένου να εξάγει προσδοκίες μελλοντικών αποδόσεων για τις επιμέρους κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων που περιλαμβάνονται στις τοποθετήσεις της ΕΚΤ που αφορούν τα συναλλαγματικά διαθέσιμα και τα ίδια κεφάλαια. Η χρήση μελλοντικών αποδόσεων αποτελεί σημαντική βελτίωση σε σχέση με τη χρήση παρελθουσών αποδόσεων ως αρχικών δεδομένων για τη διαδικασία σχεδιασμού των τοποθετήσεων αναφοράς. Η τυποποιημένη τεχνική βελτιστοποίησης μέσης διακύμανσης συμπληρώνεται από εναλλακτικές τεχνικές βελτιστοποίησης που έχουν σχεδιαστεί έτσι ώστε να ενισχύουν την πληρότητα της ανάλυσης. Η διαδικασία σχεδιασμού των τοποθετήσεων αναφοράς αναθεωρείται συνεχώς και αναζητούνται περαιτέρω βελτιώσεις και τελειοποιήσεις.

5 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ

Η ΕΚΤ δημοσιεύει τα οικονομικά της αποτελέσματα στις Ετήσιες Εκθέσεις της. Το 2005 τα καθαρά της κέρδη ήταν ακριβώς μηδέν, μετά από ζημίες 1,6 δισεκ. ευρώ το 2004 (βλ. Πίνακα 4). Η εξέλιξη των οικονομικών αποτελεσμάτων της ΕΚΤ επηρεάζεται έντονα από τυχόν δυσμενείς διακυμάνσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας: π.χ. η ενδυνάμωση του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ επέφερε τις ζημίες που καταγράφηκαν το 2003 και το 2004, αφού μεγάλο μέρος των περιουσιακών στοιχείων της ΕΚΤ είναι συναλλαγματικά διαθέσιμα χωρίς κάλυψη κινδύνου. Σύμφωνα με τις πολιτικές συνετής λογιστικής της ΕΚΤ, οι οποίες συνυπολογίζουν αυτή τη σημαντική έκθεση σε κίνδυνο, τα κέρδη αποτίμησης δεν αναγνωρίζονται ως έσοδα, αλλά μεταφέρονται σε λογαριασμούς αναπροσαρμογής, ενώ οι ζημίες από αποτίμηση λογίζονται ως έξοδα. Επίδραση αυτής της ασύμμετρης μεταχείρισης των μη πραγματοποιηθέντων κερδών και ζημιών είναι ο ετεροχρονισμός των κερδών έως ότου τα αντίστοιχα περιουσιακά στοιχεία πωληθούν ή λήξει η διάρκειά τους. Το ετήσιο οικονομικό αποτέλεσμα είναι επομένως διαφορετικό από εκείνο που θα υποδείκνυε μια πλήρως ανεπτυγμένη αναπροσαρμογή της απόδοσης με βάση τις τιμές της αγοράς.

Οι διαταράξεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας ερμηνεύουν μόνο εν μέρει τις εξελίξεις στα ετήσια κέρδη της ΕΚΤ. Π.χ. τα κέρδη το 2001 και το 2002 οφείλονταν κυρίως στις εξελίξεις στην αγορά ομολόγων, καθώς οι αποδόσεις των ομολόγων μειώθηκαν σημαντικά σε πολύ χαμηλά επίπεδα και επέφεραν σημαντικά κεφαλαιακά κέρδη. Ωστόσο, λόγω των χαμηλών επιτοκίων, δεν υπήρξαν περιθώρια ώστε τα έσοδα από τόκους να αντισταθμίσουν τις ζημίες που πραγματοποιήθηκαν το 2003 και το 2004. Από το 2004 και εξής το επίπεδο του κινδύνου επιτοκίου στον οποίο εκτίθενται τα τρία χαρτοφυλάκια έχει μειωθεί σημαντικά, λόγω του χαμηλού επιπέδου στο οποίο έφθασαν τα επιτόκια και το επίπεδο μεταβλητότητας των επιτοκίων που επικράτησε.

Οι εντολές διαχείρισης χαρτοφυλακίου, τις οποίες η ΕΚΤ έχει ορίσει για τα συναλλαγμα-

Πίνακας 4 Ετήσια αποτελέσματα της ΕΚΤ από το 1999 και εξής

(σε εκατ. ευρώ)

Έτος	Κέρδη & Ζημίες
1999	-247
2000	1.990
2001	1.822
2002	1.220
2003	-477
2004	-1.636
2005	0

Πηγή: ΕΚΤ.

τικά διαθέσιμα και τα ίδια κεφάλαιά της, αποδίδουν μεγάλη βαρύτητα στη μεγιστοποίηση της επίδοσης των χαρτοφυλακίων υπεράνω της απόδοσης αναφοράς. Τούτο αντανάκλα την ιδέα ότι, εντός των αυστηρών περιορισμών που τίθενται λόγω του ρόλου και του στόχου κάθε χαρτοφυλακίου, όπως αυτοί αντανάκλωνται στο πλαίσιο διαχείρισης κινδύνων, οι διαχειριστές των χαρτοφυλακίων δύνανται διαχρονικά να προσθέτουν αξία στα χαρτοφυλάκια. Αν και η επίδοση της διαχείρισης χαρτοφυλακίων ήταν αρνητική ορισμένες χρονικές περιόδους, ιδίως το 2002, υπήρξε θετική και όχι αμελητέα τα περισσότερα έτη μεταξύ 1999 και 2005 και δη σε σωρευτική βάση, γεγονός που αντανάκλούσε κυρίως τις ημερήσιες δραστηριότητες των διαχειριστών χαρτοφυλακίων.

Οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων προσθέτουν επίσης αξία στα χαρτοφυλάκια της ΕΚΤ εισηγούμενοι επιχειρηματικές προτάσεις προκειμένου να συμπεριληφθούν νέα χρηματοοικονομικά μέσα στις τοποθετήσεις της. Διαχρονικά, οι τοποθετήσεις της ΕΚΤ έχουν επεκταθεί με την προσθήκη νέων κατηγοριών χρηματοοικονομικών μέσων όπως τα καλυπτόμενα ομόλογα, νέων αποδεκτών εκδοτών εντός των αποδεκτών κατηγοριών χρηματοοικονομικών μέσων, και νέων παράγωγων χρηματοοικονομικών μέσων όπως τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης της αγοράς χρήματος και τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί ομολόγων. Οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων έχουν επίσης προτείνει νέες εντολές διαχείρισης χαρτοφυλακίων, όπως αυτές που προαναφέρθηκαν σχετικά με το δανεισμό τίτλων για το χαρτοφυλάκιο ιδίων κεφαλαίων και το

χαρτοφυλάκιο συναλλαγματικών διαθεσίμων σε δολάρια ΗΠΑ.

Οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων παίζουν σημαντικό ρόλο και στις δραστηριότητες της ΕΚΤ και του Ευρωσυστήματος που αφορούν την εποπτεία της χρηματοπιστωτικής αγοράς. Οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων πρέπει να παρακολουθούν στενά και να αναλύουν τις εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές – τόσο τις τρέχουσες όσο και τις διαρθρωτικές – σε διάφορα επίπεδα ανάλυσης, τα οποία κυμαίνονται από ευρείες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων έως και επιμέρους χρηματοοικονομικά μέσα. Βασίζονται σε πολλές πηγές πληροφόρησης, μεταξύ των οποίων ειδικά στις έρευνες και τις απόψεις που υποβάλλουν οι αντισυμβαλλόμενοι της αγοράς.

Το συλλεγόμενο σώμα των διαρκώς επικαιροποιούμενων στοιχείων σχετικά με τις εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές θεωρείται μεγάλης αξίας για την ΕΚΤ και το Ευρωσύστημα. Προκειμένου να διοχετεύουν αυτές τις πληροφορίες, οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων οφείλουν να προετοιμάζουν τακτικές ενημερώσεις σχετικά με το πώς εμφανίζονται οι εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές από τη σκοπιά των επενδυτών. Επιπλέον, απαντούν σε περιστασιακά ερωτήματα σχετικά με τις χρηματοπιστωτικές αγορές. Έτσι, οι αναλύσεις των εξελίξεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές αλλά και οι καινοτομίες και οι διαρθρωτικές αλλαγές στις χρηματοπιστωτικές αγορές ωφελούνται σε μεγάλο βαθμό από τα στοιχεία που συγκεντρώνονται κατά τη διαδικασία διαχείρισης χαρτοφυλακίων.

6 ΠΛΑΙΣΙΟ ΔΙΑΚΑΝΟΝΙΣΜΟΥ

Υπάρχουν διαφορετικά πλαίσια διακανονισμού για τα διάφορα είδη χαρτοφυλακίων που κατέχει η ΕΚΤ. Οι ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ που επιλέγουν να συμμετέχουν στη διαχείριση συναλλαγματικών διαθεσίμων της ΕΚΤ (σήμερα και οι 12 ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ) προβαίνουν στο διακανονισμό των τακτικών συναλλαγών διαχείρισης των συναλλαγματικών διαθεσίμων της ΕΚΤ, ενώ η ΕΚΤ διακανονίζει όλες τις συναλλαγές για το χαρτοφυλάκιο των ιδίων

κεφαλαίων της. Η διενέργεια των συναλλαγών για το χαρτοφυλάκιο του ταμείου συντάξεων επί του παρόντος έχει ανατεθεί σε τρίτους.

Η ΕΚΤ φροντίζει να εφαρμόζει τα υψηλότερα πρότυπα κατά τη διενέργεια των συναλλαγών για τα χαρτοφυλάκια των συναλλαγματικών διαθεσίμων και των ιδίων κεφαλαίων της. Σε συνεργασία με τους αντισυμβαλλόμενους καταβάλλονται επίσης προσπάθειες για περαιτέρω βελτίωση της ασφαλούς και αποδοτικής διεκπεραίωσης των συναλλαγών σε όλο τον κλάδο συνολικά, ιδίως όσον αφορά την εφαρμογή βέλτιστων πρακτικών κατά την ανταλλαγή επιβεβαιώσεων συναλλαγών.

Οι ΕθνΚΤ διεκπεραιώνουν τις πράξεις που αφορούν τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της ΕΚΤ ως επίσημοι αντιπρόσωποι της ΕΚΤ. Έτσι, όταν συναλλάσσονται με αντισυμβαλλομένους διαχειριστές χαρτοφυλακίου, οι ΕθνΚΤ προσδιορίζουν τις πράξεις που διενεργούν για δικό τους λογαριασμό και εκείνες που διενεργούν εξ ονόματος και για λογαριασμό της ΕΚΤ, δηλ. αποκαλύπτουν τη σχέση αντιπροσώπευσης. Για να διευκολύνεται αυτή η ρύθμιση έχουν ανοιχτεί στο όνομα της ΕΚΤ λογαριασμοί χρηματοπιστωτικών διαμεσολαβητών – στους οποίους συμπεριλαμβάνονται ανταποκριτές, θεματοφύλακες/αποθετήρια χρυσού και τίτλων, και κεντρικοί φορείς συψηφισμού για τα παράγωγα που υπόκεινται σε διαπραγμάτευση στη χρηματιστηριακή αγορά – επί των οποίων λογαριασμών οι ΕθνΚΤ είναι εξουσιοδοτημένες να εκτελούν πράξεις. Εξάλλου, έχουν οριστεί κοινές προϋποθέσεις και διαδικασίες για τις πράξεις της ΕΚΤ και των ΕθνΚΤ, έτσι ώστε να εξασφαλιστεί ότι θα διατηρείται επαρκής διαχωρισμός μεταξύ των περιουσιακών στοιχείων της ΕΚΤ και των ΕθνΚΤ. Οι σχετικές κοινές κατευθυντήριες γραμμές εξασφαλίζουν επίσης ότι οι συναλλαγές διαχείρισης συναλλαγματικών διαθεσίμων της ΕΚΤ διεκπεραιώνονται με εναρμονισμένο τρόπο ανά το Ευρωσύστημα, σύμφωνα με βέλτιστες πρακτικές και υψηλά πρότυπα ασφαλείας. Τόσο στην ΕΚΤ όσο και σε επίπεδο ΕθνΚΤ διεξάγονται ολοκληρωμένοι έλεγχοι, συμπεριλαμβανομένου του τακτικού, λεπτομερούς ελέγχου συμφωνίας των εξωτερικών

καταστάσεων κίνησης για τους λογαριασμούς της ΕΚΤ σε μετρητά, τίτλους, χρυσό και συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης με τα στοιχεία που εμφανίζονται στα διάφορα συστήματα που χρησιμοποιούνται. Λεπτομερή στοιχεία για τυχόν περιπτώσεις μη διακανονισμού συλλέγονται και αναλύονται από την ΕΚΤ και υποβάλλονται τακτικά αναφορές στα αποφασιστικής αρμοδιότητας όργανα της ΕΚΤ.

Η ΕΚΤ και οι ΕθνΚΤ διαχειρίζονται ενεργά τους τίτλους που λαμβάνουν ως ασφάλεια στο πλαίσιο των συναλλαγών διαχείρισης των ιδίων κεφαλαίων και των συναλλαγματικών διαθεσίμων της ΕΚΤ. Κατόπιν συγκέντρωσης/συμψηφισμού των σχετικών πράξεων με ενέχυρο τίτλους, υπολογίζονται τα ανοίγματα έναντι των αντισυμβαλλομένων και αξιολογείται η ανάγκη συμπληρωματικών καταβολών λόγω αλλαγής περιθωρίων.⁹

7 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

Η ΕΚΤ κατέχει και διαχειρίζεται τρία είδη χαρτοφυλακίων: συναλλαγματικών διαθεσίμων, ιδίων κεφαλαίων και ταμείου συντάξεων. Κάθε χαρτοφυλάκιο έχει ένα συγκεκριμένο σκοπό, ο οποίος αντανακλάται στον τρόπο διαχείρισής του. Οι δραστηριότητες διαχείρισης χαρτοφυλακίων της ΕΚΤ υπόκεινται σε αυστηρούς κανόνες που εξασφαλίζουν ουδετερότητα ως προς την αγορά, ηθική συμπεριφορά και αυστηρό δια-

χωρισμό μεταξύ διαχείρισης χαρτοφυλακίων και χάραξης πολιτικής. Έχουν οριστεί λεπτομερείς επενδυτικές κατευθυντήριες γραμμές έτσι ώστε να εξασφαλίζεται ότι ο κίνδυνος αγοράς και ο πιστωτικός κίνδυνος βρίσκονται υπό αυστηρό έλεγχο και προβλέπονται σαφή και δίκαια κριτήρια για την επιλογή των αποδεκτών εκδοτών και αντισυμβαλλόμενων.

Σημαντικοί πόροι αφιερώνονται στο σχεδιασμό των τοποθετήσεων αναφοράς κάθε χαρτοφυλακίου, βάσει των οποίων κρίνονται οι αποδόσεις και οι κίνδυνοι κάθε χαρτοφυλακίου. Οι εντολές διαχείρισης χαρτοφυλακίου ορίζονται και κατανέμονται με στόχο να μεγιστοποιείται, εντός των δεδομένων περιορισμών, η απόδοση κάθε χαρτοφυλακίου υπεράνω των σχετικών τοποθετήσεων αναφοράς και παράλληλα να διατηρούνται τα διοικητικά και λοιπά έξοδα σε όσο το δυνατόν χαμηλότερα επίπεδα. Όσον αφορά τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της ΕΚΤ, τον Ιανουάριο του 2006 έγινε μια τροποποίηση της διαδικασίας κατανόμης των υποχαρτοφυλακίων, η οποία αναμένεται να οδηγήσει σε βελτίωση της αποδοτικότητας.

Επικαιροποιημένα στοιχεία θα δημοσιεύονται όποτε προκύπτει ανάγκη, ιδίως στις Ετήσιες Εκθέσεις της ΕΚΤ.

⁹ Οι συμπληρωματικές καταβολές λόγω αλλαγής περιθωρίου είναι αιτήσεις προς τους αντισυμβαλλόμενους να καταβάλουν επιπλέον ασφάλεια.