



Brüsszel, 2026. június 8.
(OR. en)

10278/26

EF 173
ECOFIN 789

FEDŐLAP

Küldi:	az Európai Bizottság főtitkára részéről Martine DEPREZ igazgató
Az átvétel dátuma:	2026. május 11.
Címzett:	Thérèse BLANCHET, az Európai Unió Tanácsának főtitkára
Biz. dok. sz.:	COM(2026) 350 final
Tárgy:	A BIZOTTSÁG JELENTÉSE AZ EURÓPAI PARLAMENTNEK ÉS A TANÁCSNAK a pénzügyi alapokról szóló (EU) 2017/1131 európai parlamenti és tanácsi rendelet prudenciális és gazdasági szempontú megfeleléséről

Mellékelten továbbítjuk a delegációknak a következő dokumentumot: COM(2026) 350 final.

Melléklet: COM(2026) 350 final



Brüsszel, 2026.5.11.
COM(2026) 350 final

A BIZOTTSÁG JELENTÉSE AZ EURÓPAI PARLAMENTNEK ÉS A TANÁCSNAK
a pénzügyi alapokról szóló (EU) 2017/1131 európai parlamenti és tanácsi rendelet
prudenciális és gazdasági szempontú megfeleléséről

VEZETŐI ÖSSZEFOGLALÓ

A pénzügyi alapokról szóló rendelet (a PPA-rendelet) 2018-ban lépett hatályba, és átfogó keretet határoz meg az uniós pénzügyi alapok (PPA-k) számára. Elismeri jelentős szerepüket a gazdaság finanszírozásában, különösen a hatóságok és a vállalatok rövid távú finanszírozása, valamint a befektetők igényeinek kielégítése terén. Az uniós PPA-k likvid, jól szabályozott befektetési eszközt kínálnak, amely hozzájárul a megtakarítási és beruházási unió célkitűzéseinek eléréséhez.

A PPA-rendeletben foglalt biztosítékok célja a PPA-k rezilienciájának megerősítése, ami alapvető fontosságú a termék iránti befektetői bizalom szempontjából. A Bizottság 2023. évi PPA-jelentése¹ megállapította, hogy a keret általában véve hatékony a likviditási kockázatok csökkentésében, továbbá azonosította a likviditási kockázatok bizonyos aspektusait, amelyek további vizsgálatot igényelnek. Ez a jelentés a likviditási kockázatokkal kapcsolatos kiegészítő elemzés eredményeit, valamint a PPA-k rezilienciájának javítására vonatkozó következtetéseket ismerteti.

Sokféle PPA létezik, és típusuktól – változó, alacsony volatilitású vagy állandó nettó eszközértékű –, továbbá pénznemüktől, befektetői körüktől és felhasználási módjuktól függően eltérő mértékű likviditási sokkoknak vannak kitéve. E különbségek miatt a PPA-k az előírt minimumszintek felett tartják a likviditási tartalékokat, figyelembe véve az egyes alapok sajátos jellemzőit és a stressztesztjeik eredményeit. A PPA-k kezelőinek óvatos megközelítése a befektetők általi ellenőrzéssel (amelyet a PPA-rendelet átláthatósági szabályai tesznek lehetővé), a szabályozási felügyelettel és a reputációs kockázatokhoz kötődő aggodalmakkal magyarázható.

A PPA-k megmutatták, hogy még piaci stresszhelyzetben is képesek helyreállítani a likviditási tartalékokat, ami az aktív likviditási kockázat-kezelést és a felügyelet hatékonyságát tükrözi. Ez arra utal, hogy következetesen végrehajtották a PPA-rendeletben meghatározott különböző mechanizmusokat, az Európai Értékpapíripiaci Hatóság (ESMA) koordinációja mellett.

Ez a jelentés értékelte a heti likvid eszközök (WLA-k) rezilienciáját, amely hasznos referenciamutatónak tekinthető a likviditási kockázat kezelése és felügyelete szempontjából. Kiterjedt adatelemzés alapján a jelentés arra a következtetésre jut, hogy a heti likvid eszközök megfelelő referenciaszintje (piaci rezilienciaszint) a változó nettó eszközértékű PPA-k esetében 20 %, az állandó nettó eszközértékű és az alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k esetében pedig 40 %.

A Bizottság ezért úgy véli, hogy ezek a piaci rezilienciaszintek referenciamutatóként szolgálhatnak a PPA-k – különösen kockázatkezelési szerepkört betöltő – kezelői, valamint az illetékes nemzeti hatóságok számára, hogy jobban azonosíthassák azokat a helyzeteket, amelyek szorosabb nyomon követést és fokozott felügyeleti szerepvállalást tehetnek szükségessé.

¹ A Bizottság jelentése az Európai Parlamentnek és a Tanácsnak a pénzügyi alapokról szóló (EU) 2017/1131 európai parlamenti és tanácsi rendelet prudenciális és gazdasági szempontú megfeleléséről, COM(2023) 452: [EUR-Lex – 52023DC0452 – HU – EUR-Lex](#).

Tartalom

VEZETŐI ÖSSZEFOGLALÓ	1
RÖVIDÍTÉSEK	3
1. BEVEZETÉS	4
2. A PPA-k likviditáskezelésének értékelése	6
2.1. Likviditási tartalékok szintjei.....	6
2.2. Hogyan teljesítik a PPA-k a visszaváltási kérelmeket?.....	9
3. A PPA-PIAC MEGFELELŐ REZILIENCIASZINTJEINEK ÉRTÉKELÉSE	11
4. KÖVETKEZTETÉS	12
5. I. MELLÉKLET: LIKVIDITÁSI TARTALÉKOK SZINTJEI	13
5.1. A likviditási tartalék szintjeire vonatkozó statisztika.....	13
5.2. Példák a jelentős visszaváltási sokkokkal szembesülő PPA-kra.....	13
6. II. MELLÉKLET: A VISSZAVÁLTÁSOK ALAKULÁSA PIACI STRESSZHELYZETBEN	15
6.1. A piaci stressz a Covid19-világjárvány kezdetén.....	15
6.1.1. Általános piaci hatás	15
6.1.2. A PPA-kat érő egyenlőtlen hatások és reakciók	15
6.2. Az LDI-hez kapcsolódó piaci esemény.....	16
7. III. MELLÉKLET: PIACI REZILIENCIASZINTEK	19
7.1. A visszaváltási sokkok kalibrálása.....	19
7.2. A „piaci rezilienciára vonatkozó küszöbértékek” kalibrálása.....	19

RÖVIDÍTÉSEK

ABAK-irányelv	Az alternatív befektetési alap-kezelői irányelv
CNAV MMF	A PPA-rendelet 2. cikkének 11. pontja szerinti, állampapírokba fektető állandó nettó eszközértékű PPA (constant net asset value MMF)
DLA	A PPA-rendelet 24. cikke (1) bekezdésének c) és d) pontjában, valamint 25. cikke (1) bekezdésének c) pontjában meghatározott követelményeknek megfelelő napi likvid eszközök (daily liquid assets)
EKB	Európai Központi Bank
ESMA	Európai Értékpapíri Hatóság
ERKT	Európai Rendszerkockázati Testület
EUR	Euro
FSB	Pénzügyi Stabilitási Tanács
GBP	Brit font sterling
LMT	Likviditáskezelési eszköz
LVNAV PPA	A PPA-rendelet 2. cikkének 12. pontja szerinti, alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA (low volatility net asset value MMF)
LRM	A likviditási kockázat kezelése
PPA	Pénzpiaci alap PPA alatt az EU-ban székhellyel rendelkező alapok értendők, kivéve, ha az egyéb székhelyre kifejezett utalás történik (pl. egyesült államokbeli PPA-k).
A PPA kezelője	A PPA-nak a PPA-rendelet 2. cikkének 23. pontja szerinti kezelője
PPA-rendelet	(EU) 2017/1131 rendelet a pénzpiaci alapokról
NAV	Nettó eszközérték (net asset value)
NCA	Illetékes nemzeti hatóságok (national competent authorities), a PPA vonatkozásában a PPA-rendelet 2. cikkének 17. pontja szerinti illetékes hatóságok.
MBU	Megtakarítási és beruházási unió – az Európai Bizottság kezdeményezése, amelynek célja, hogy jobb pénzügyi lehetőségeket teremtsen az unióban élők számára, miközben megerősíti a pénzügyi rendszer azon képességét, hogy a megtakarításokat termelő beruházásokkal kapcsolja össze
USD	USA-dollár
ÁÉKBV	Átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozások
VNAV PPA	A PPA-rendelet 2. cikkének 13. pontja szerinti, változó nettó eszközértékű PPA (variable net asset Value MMF)
WAL	A PPA-rendelet 2. cikkének 20. pontja szerinti súlyozott átlagos élettartam (weighted average life)
WAM	A PPA-rendelet 2. cikkének 19. pontja szerinti súlyozott átlagos lejárat (weighted average maturity)
WLA	A PPA-rendelet 24. cikke (1) bekezdésének e) és f) pontjában, valamint 25. cikke (1) bekezdésének d) pontjában meghatározott követelményeknek megfelelő heti likvid eszközök (weekly liquid assets)
2023. évi jelentés PPA-król	A Bizottság jelentése az Európai Parlamentnek és a Tanácsnak a pénzpiaci alapokról szóló (EU) 2017/1131 európai parlamenti és tanácsi rendelet prudenciális és gazdasági szempontú megfeleléséről, COM(2023) 452.

1. BEVEZETÉS

A PPA-k kulcsszerepet töltenek be a pénzügyi rendszerben, egyrészt készpénzkezelési eszközként szolgálnak a vállalatok számára, másrészt lehetőséget kínálnak az alacsony volatilitású, a bankbetéteknél magasabb hozamú befektetéseket kereső befektetők számára. Az uniós PPA-k eszközeinek az elmúlt öt évben tapasztalt növekedése (+45 % 2019 és 2024 között) a keret sikerét mutatja. 2024 végén az uniós PPA-k teljes eszközállománya (455) mintegy 1,95 billió EUR volt. Az uniós PPA-k főként Írorszáiban, Luxemburgban és Franciaországban rendelkeznek székhellyel. A fentiek eredményeként az uniós PPA-k olyan szabályozott befektetési eszközt kínálnak, amely hozzájárul a befektetési lehetőségek diverzifikálásához és a kockázatkezeléshez, összhangban a megtakarítási és beruházási unió célkitűzéseivel. Emellett további finanszírozási lehetőségeket biztosítanak az uniós vállalkozások számára, lehetővé téve számukra a növekedést, az innovációt és a munkahelyteremtést.

Az uniós PPA-k dióhéjban

- EUR-ban (~45 %), USD-ban (~32 %) és GBP-ban (~23 %) denomináltak.
- Székhelyük Írorszáiban (44 %), Luxemburgban (30 %) és Franciaországban (24 %) található.
- Szakmai befektetők (90 %) tulajdonában vannak, beleértve a PPA-k nem uniós befektetőit is, amelyek Írorszáiban (ahol arányuk 77 %) és Luxemburgban (63 %) rendelkeznek székhellyel.
- A PPA-k típusai: alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k (~46 %), változó nettó eszközértékű PPA-k (~43 %) és állandó nettó eszközértékű PPA-k (~11 %).

Forrás: ESMA, a PPA-k 2023. évi uniós piaca és 2024. negyedik negyedévi adatok

2018-ban hatályba lépett a PPA-rendelet, amely átfogó szabályozási és felügyeleti keretet határozott meg az uniós PPA-k számára, amelyek „rövid távú finanszírozást nyújtanak pénzügyi intézmények, vállalatok és kormányok számára, és] hozzájárulnak az Unió gazdaságának a finanszírozásához” (a PPA-rendelet (1) preambulumbekzdése).

Az ABAK-irányelvet és az ÁÉKBV-irányelvet felülvizsgálták annak érdekében, hogy megerősített és harmonizáltabb keretet vezessenek be a likviditáskockázat-kezelésre, különösen annak előírása révén, hogy a kezelőknek egy előírt listáról ki kell választaniuk és alkalmazniuk kell legalább egy likviditáskézelési eszközt. Ez a 2026. április 16-tól alkalmazandó keret fokozza az alapok közötti következetességet és erősíti az általános pénzügyi stabilitást.

A PPA-rendelet harmonizált keretet biztosít az ágazat rezilienciájának megerősítése és a rendszerszintű kockázat csökkentése érdekében, olyan rendelkezésekkel, amelyek többek között az elfogadható eszközökre, a portfólió összetételére, az értékelésre, a kockázatkezelésre, a tőkeáttétel tilalmára, az átláthatóságra és a jelentéstételre vonatkoznak. A portfólió összetételére vonatkozó követelmények a PPA-rendelet központi pillérét képezik. Ezek közé tartoznak a PPA-k likviditásának biztosítását célzó, például a likviditási tartalékokra vonatkozó rendelkezések, valamint a PPA kezelőjének szerepét és feladatait leíró rendelkezések (például a futamidőkorlátokra és hitelminőségre vonatkozóan², lásd alább). Az uniós PPA-k különböző típusait, fő jellemzőit és szabályozási követelményeit az 1. táblázat tartalmazza. Bemutatja az azon napi és heti likvid eszközökre vonatkozó alsó szabályozási küszöbértékeket, amelyekkel a PPA-knak rendelkezniük kell. A PPA-rendeletben szereplő alsó

² A PPA-k kezelői felelősek a PPA-rendeletnek való megfelelés biztosításáért. Konkrét feladataik közé tartozik például a PPA-k eszközei hitelminőségének értékelése, stressztesztvégzése, az eszközök értékelése és a befektetők tájékoztatása.

küszöbértékek célja – más biztosítékokkal együtt – annak biztosítása, hogy a PPA-k tartósan teljesíteni tudják a befektetők általi visszaváltásokat.

1. táblázat: Az uniós PPA-kra vonatkozó fő követelmények és jellemzőik

Követelmények	Rövid lejáratú PPA		Sztenderd PPA	
	Állandó nettó eszközérték (CNAV)	Alacsony volatilitású nettó eszközérték (LVNAV)	Rövid lejáratú VNAV	Sztenderd VNAV
WAM	Legfeljebb 60 nap		Legfeljebb 6 hónap	
WAL	Legfeljebb 120 nap		Legfeljebb 12 hónap	
Az eszközök lejárata	Legfeljebb 397 nap		Max. 2 év, 397 napos hátralévő futamidővel	
DLA	legalább 10 %		legalább 7,5 %	
WLA	legalább 30 % (beleértve legfeljebb 17,5 %-nyi, 190 napon belül lejáró államadósság-eszközt)		legalább 15 %	
Egyéb	Nincs tőkeáttétel, diverzifikáció, hitelminőségi követelmények, átláthatóság és jelentéstétel			

A Bizottság 2023-ban jelentést³ tett közzé (a 2023. évi PPA-jelentést), amely azt mutatja, hogy „a PPA-rendelet sikeresen kiállta a PPA-k által a Covid19-cel kapcsolatos, 2020. márciusi piaci zavarok, a közelmúltbeli kamatemelések és a kapcsolódó pénzügyeszköz-újraárazás során tapasztalt likviditási stressz próbáját”⁴. Bár a jelentés arra a következtetésre jutott, hogy a keret általában véve képes biztosítani az ágazat rezilienciáját, rávilágított a likviditáskockázat-kezelés bizonyos szempontjaira, amelyek további vizsgálatot igényelnek a PPA-k rezilienciájának biztosítása érdekében.

A 2023. évi PPA-jelentés nyomán követéseként ez a jelentés széles körű elemzés alapján értékeli a PPA-k működését, számos adatforrásra⁵ és konzultációra⁶ támaszkodva a likviditási kockázatok kezelésének vizsgálata során. Értékeli, hogy a PPA-k hogyan reagálnak a likviditási sokkokra, és hogy a kezelők hogyan csökkentik a likviditási kockázatot, különösen likviditási tartalékok révén.

Ez a jelentés bemutatja a PPA-k likviditáskezelésének értékelésére vonatkozó főbb megállapításokat (2. szakasz), valamint a piaci reziliencia megfelelő szintjeinek elemzését (3. szakasz). A mellékletekben megtalálható e témák mélyrehatóbb technikai elemzése.

³ [A Bizottság jelentést fogadott el a pénzügyi alapokról szóló rendelet működéséről – Pénzügyek.](#)

⁴ 2023. évi PPA-jelentés, 21. o.

⁵ Az adatok a következő forrásokból származnak: Crane Data, Morningstar, ESMA és az illetékes nemzeti hatóságok.

⁶ A Bizottság [céltott konzultációja a pénzügyi alapokról szóló rendelet működéséről](#), 2022. április 12., valamint a Bizottság [céltott konzultációja a nem banki pénzügyi közvetítésre \(NBF\) vonatkozó makroprudenciális politikák megfelelőségének értékeléséről](#), 2024. május 22.

2. A PPA-K LIKVIDITÁSKÉZELÉSÉNEK ÉRTÉKELÉSE

2.1. Likviditási tartalékok szintjei

A Bizottság a likviditási tartalékok elemzését az egész ágazat szintjén (makroelemzés) és az egyes PPA-k szintjén (mikroszinten) is elvégezte, annak megértése érdekében, hogyan határozzák meg a szinteket, és hogy a piac következetes magatartást mutat-e.

1. főbb megállapítás: A legtöbb uniós PPA likviditási tartaléka jóval meghaladja a PPA-rendeletben meghatározott minimumkövetelményeket

A PPA-k a likviditási tartalékok szintjeinek széles skáláját alkalmazzák egyedi helyzetüktől függően, különös tekintettel a befektetői körüktől függő, változó nagyságrendű visszaváltási kérelmek felmerülésének valószínűségére. 2020 első negyedéve és 2025 negyedik negyedéve között a változó nettó eszközértékű PPA-k eszközeinek átlagosan legalább 19 %-a napi likvid eszköz, valamint 29 %-a heti likvid eszköz, szemben a 7,5 %-os, illetve 15 %-os szabályozási minimummal, míg az állandó nettó eszközértékű PPA-k és az alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k még magasabb tartalékokat tartanak fenn, a napi likvid eszközökből átlagosan 36 %-ot, a heti likvid eszközökből pedig 54 %-ot, szemben a 10 %-os, illetve 30 %-os alsó szabályozási küszöbértékkel.

A 2. táblázat a napi likvid eszközök és a heti likvid eszközök megoszlását mutatja be a PPA típusa szerint, hatéves időszakra vonatkozóan. Például az alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k esetében a heti likvid eszközök eloszlását tekintve az átlagos tartalék 50 % volt, míg e PPA-k esetében a 25. percentilis átlagos tartaléka 43 % alatt volt, a 75. percentilis pedig 54 %-os átlagos tartalékkal rendelkezett. Ezek az adatok azt mutatják, hogy az alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k túlnyomó többsége (75 %) esetében a heti likvid eszközök átlagos aránya meghaladta a 43 %-ot. Hasonló megállapítások tehetők a PPA-k egyéb kategóriái és a vonatkozó napi likvid eszközök esetében is.

2. táblázat: A napi és heti likvid eszközök megoszlása PPA-típusonként egy hatéves időszakban (a PPA nettó eszközértékének %-ában)

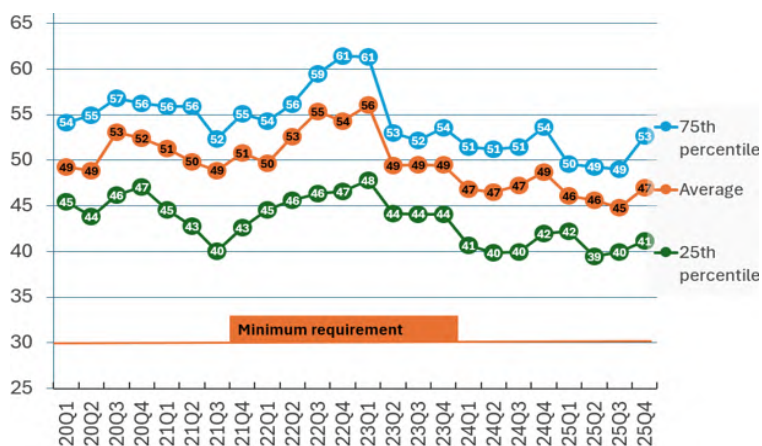
		A PPA típusa			
		Állandó nettó eszközérték (CNAV)	Alacsony volatilitású nettó eszközérték (LVNAV)	Rövid lejáratú VNAV	Sztenderd VNAV
Napi likvid eszközök	25. percentilis	24 %	25 %	11 %	8 %
	Átlag	40 %	33 %	22 %	15 %
	75. percentilis	53 %	38 %	28 %	18 %
Heti likvid eszközök	25. percentilis	41 %	43 %	22 %	16 %
	Átlag	59 %	50 %	35 %	24 %
	75. percentilis	76 %	54 %	43 %	28 %

Források: Európai Bizottság, az ESMA 2020 első negyedévéől 2025 negyedik negyedévéig tartó időszakra vonatkozó adatai alapján

Az a tény, hogy a legtöbb uniós PPA a PPA-rendeletben meghatározott minimumkövetelményeket jóval meghaladó likviditási tartalékkal rendelkezik, az uniós PPA-k által alkalmazott általánosan prudens megközelítéssel magyarázható, amelynek ösztönzői az erős felügyelet, a befektetői ellenőrzés (amelyet

a PPA-rendelet átláthatósági követelményei könnyítenek meg) és a reputációs kockázatokkal szembeni fokozott érzékenység. Ez a magatartás hosszabb távon viszonylag stabil marad, bizonyos eltérésekkel (lásd az alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-kat bemutató 1. ábrát és az I. mellékletet). Az 1. ábra azt mutatja, hogy a 2020 és 2025 között megfigyelt legalacsonyabb szint a 45 %-os átlagos likviditási tartalék volt, és a 25. percentilisével sem csökkent soha az átlagosan 40 %-a alá (2025 második negyedéve).

1. ábra: A heti likvid eszközök eloszlásának tendenciái az alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k esetében



Forrás: Európai Bizottság, az ESMA 2020 első negyedévéétől 2025 negyedik negyedévéig tartó időszakra vonatkozó adatai alapján

Megjegyzés: Az átlagos heti likvid eszközök, illetve a 25. és 75. percentiliséhez tartozó heti likvid eszközök tendenciái (a nettó eszközérték százalékában) az alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k esetében.

Hasonló minták figyelhetők meg a PPA-rendelet szerinti egyéb mennyiségi követelmények esetében is, ami prudens megközelítésre utal a PPA-ágazat egészében. A WAL mutató szintjei például jóval az alkalmazandó szabályozási felső határok alatt maradtak. Az állandó nettó eszközértékű, az alacsony volatilitású nettó eszközértékű és a rövid lejáratú változó nettó eszközértékű PPA-k esetében a WAL mutató átlagos és a medián szintje általában 40 és 65 nap között mozgott, míg a szabályozási maximum 120 nap volt. Ez azt jelzi, hogy az eszközök futamideje átlagosan mintegy kétszer-háromszor rövidebb a szabályozási határértéknél, **ami gyorsabb visszafizetést tesz lehetővé, és hozzájárul a likviditási tartalékok feltöltéséhez**. A sztenderd változó nettó eszközértékű PPA-k magasabb WAL-szintet mutattak, az átlagos és medián szintek 110–125 nap körül mozogtak, ami jóval a 360 napos szabályozási felső határ alatt van⁷.

2. főbb megállapítás: A PPA-k eltérő szintű likviditási tartalékokkal rendelkeznek, mivel a potenciális likviditási sokkok eltérő mértéke miatt eltérő jellemzőkkel rendelkeznek

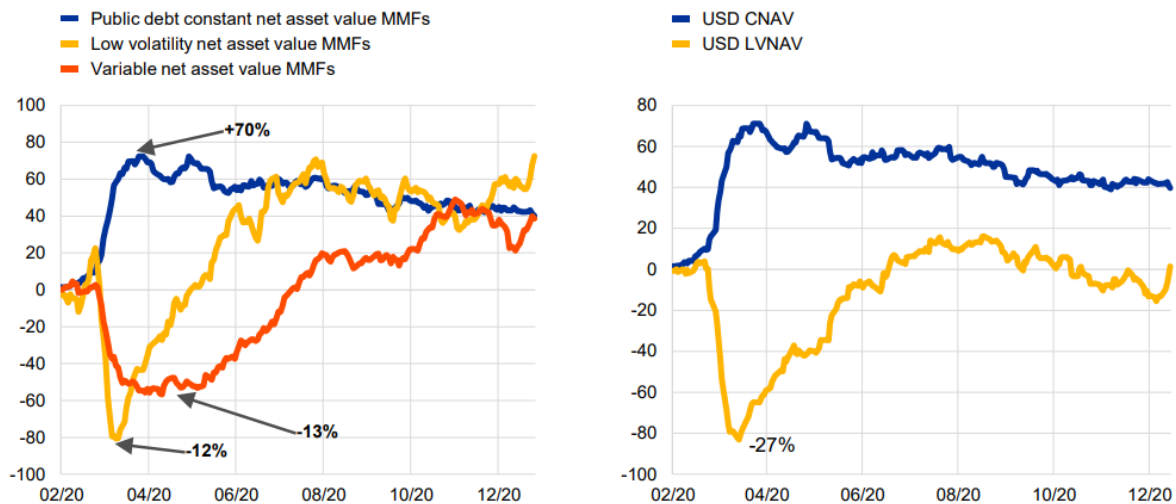
A PPA-k általában a szabályozási minimumokat meghaladó tartalékokkal működnek, bár ezek mértéke eltérő lehet. Ennek oka, hogy a PPA-k eltérő jellemzőkkel rendelkeznek, beleértve a kategóriát (változó nettó eszközértékű, alacsony volatilitású nettó eszközértékű vagy állandó nettó eszközértékű), a devizanemet, a befektetői kör összetételét és a felhasználási eseteket (lásd a II. mellékletet). Ezért különböző mértékű potenciális likviditási sokkhatásoknak vannak kitéve. Még a hasonló típusú és pénznemű PPA-k sem egyenlő mértékben sebezhetőek a likviditási sokkhatásokkal szemben.

E tekintetben a PPA-k átlaga a Covid19-piaci esemény során olyan visszaváltási sokkokat tapasztalt (lásd a 2. ábrát), **amelyeket likviditási tartalékaikkal képesek voltak kezelni**. A 2. ábra azt mutatja, hogy a változó nettó eszközértékű PPA-k egy hónap alatt mintegy 13 %-os tőke kivonást tapasztaltak,

⁷ [Az ESMA jelentése a PPA-król \(2023\)](#) és Crane Data.

szemben a 15 %-os minimális heti likviditási tartalékkal. Az alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k mintegy 12 %-os kiáramlást jegyeztek fel, amely az USD-ban denominált alapok esetében 27 %-ra emelkedett, szemben a heti 30 %-os likviditási tartalékkal. Ezzel szemben az állandó nettó eszközértékű PPA-k jelentős beáramlást tapasztaltak a Covid19-világjárvány kezdeti szakaszában.

2. ábra: A PPA-k nettó kumulált pénzáramlásai a Covid19-cel kapcsolatos piaci esemény kezdetén

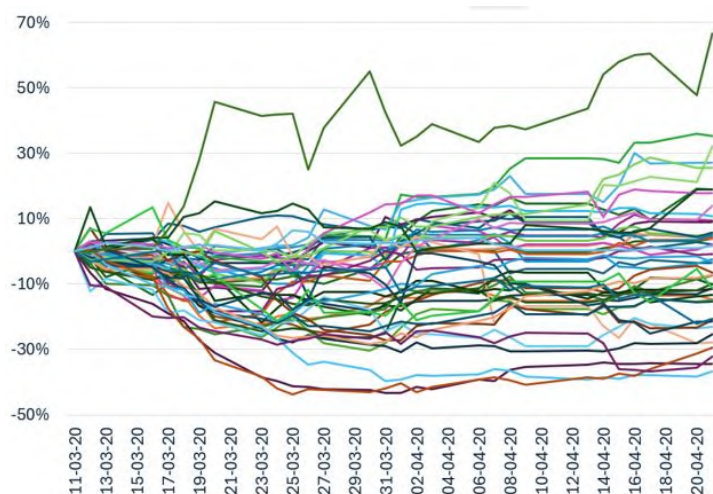


Források: ERKT-jelentés, 2021. július, [Issues note on systemic vulnerabilities of and preliminary policy considerations to reform money market funds](#) (Feljegyzés a pénzpiaci alapok rendszerszintű sebezhetőségeiről és reformjuk előzetes szakpolitikai megfontolásairól)

Megjegyzés: Nettó kumulált napi forgalom PPA-típusok szerinti bontásban, milliárd euróban (y tengely) kifejezve. A pozitív értékek a nettó jegyzéseket, míg a negatív értékek a nettó visszaváltásokat jelzik. A százalékos arányok a nettó eszközértékéhez viszonyított pénzmozgásokat mutatják az alapok egyes típusainál.

Ami az USD-ban denominált alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-kat illeti, a Covid19-cel kapcsolatos piaci esemény során jelentős visszaváltási sokk érte őket. A hatás azonban rendkívül egyenetlen volt ezen PPA-kohorsz esetében: 6 %-uk esetében a kumulált nettó kiáramlás meghaladta a 30 %-ot, míg 10 %-uk esetében nem került sor visszaváltásra. E két szélső érték között a be- és kiáramlások különböző köztes szintjeit figyelték meg, amint azt a 3. ábra mutatja. A sorok az egyes USD-ban denominált alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k kumulált nettó forgalmát mutatják a Covid19-hez kapcsolódó piaci esemény körülbelül öt hetében.

3. ábra: Az egyes USD-ban denominált alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k kumulált forgalma a Covid19-cel kapcsolatos piaci esemény során



Források: Crane Data és az illetékes nemzeti hatóságok

Megjegyzés: Minden sor az 1 milliárd EUR-t meghaladó nettó eszközértékű, USD-ban denominált alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k nettó eszközértékének százalékában kifejezett nettó kumulált pénzáramlásokat (y tengely) jelenti. A pozitív értékek a nettó jegyzéseket, míg a negatív értékek a nettó visszaváltásokat jelzik. Ezek a példák azt mutatják, hogy az USD-ban denominált alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k esetében jelentős mértékű visszaváltásra került sor a Covid19-hez kapcsolódó piaci esemény során, ez a hatás azonban egyenlőtlenül oszlott meg az említett PPA-típuson belül.

2.2. Hogyan teljesítik a PPA-k a visszaváltási kérelmeket?

A piaci stresszhelyzetek – például a Covid19 idején és a kötelezettségvezérelt befektetési alapokhoz kapcsolódó piaci események során – értékes betekintést nyújtanak az ilyen körülmények közötti likviditáskezelés dinamikájába. A Bizottság elemezte a PPA-k képességét a likviditási tartalékok feltöltésére, többek között piaci stresszhelyzetben is. A kiterjedt adatkészletekre épülő elemzés két szintre összpontosított: 1. a teljes piacra és 2. a legsúlyosabb likviditási sokkhatásokkal szembesülő PPA-k alaposabb felülvizsgálatára.

3. főbb megállapítás: A PPA-k erős visszaváltási nyomás alatt, többek között piaci stresszhelyzetben is újratölthetik likviditási tartalékaikat

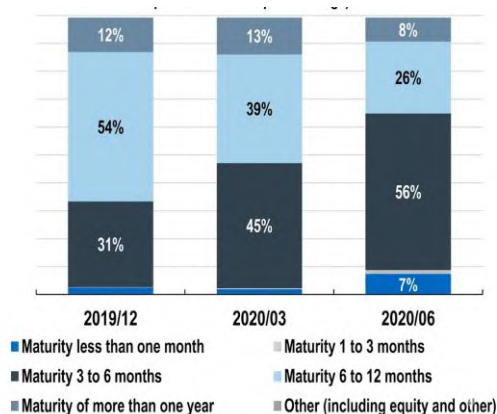
Rendes piaci körülmények között a PPA-k jellemzően „mechanikus műveletek” révén tartják fenn és töltik fel likviditási tartalékaikat. Ez nemcsak azon ismétlődő ciklus révén valósul meg, hogy a magas minőségű, rövid lejáratú eszközök (CP/CD/kincstárjegyek⁸) lejáratakor befolyó készpénzt folyamatosan új, rövid lejáratú eszközökbe fektetik be újra, hanem a másodlagos piaci ügyletek és az egynapos fedezett finanszírozás (pl. fordított repoügyletek) alkalmazása révén is, amelyek volumene naponta növelhető vagy csökkenthető. Ezt a folyamatot a PPA-rendelet szigorú lejárat követelményei alapján szabályozzák és felügyelik, különös tekintettel a súlyozott átlagos élettartamra, amely összességében korlátozza a PPA-eszközök átlagos lejáratát, és minden egyes eszköz esetében külön-külön korlátozza a lejáratot (lásd az 1. táblázatot).

Piaci stresszhelyzetben a PPA-k „újratöltése” mechanikus műveletből „védekező műveletté” válik. A visszaváltások felgyorsulásával és a másodlagos piac likviditásának romlásával a PPA-k kezelői aktívan felgyorsítják a likviditás előteremtését azáltal, hogy likvidálják az eszközállományt és csökkentik a piaci áraknak való kitettséget (lásd a 4. ábrát). Ennek elérése érdekében kiigazítják a portfólió összetételét, hogy csökkentsék a WAM-ot (a piaci árra való érzékenységet) és a WAL-t (átlagos lejáratot)⁹ azáltal, hogy az újrabefektetéseket a leglikvidebb, legrövidebb futamidejű kötvényekre összpontosítják. Ez lehetővé teszi a PPA-k számára, hogy növeljék a likviditási tartalékok helyreállításának ütemét. A 3. ábra a PPA-k kötvényportfólióinak alakulását mutatja be a Covid19-világjárvány előtt és annak kezdetén. Azt mutatja, hogy 2019 decembere és 2020 júniusa között az ágazat egészében csaknem megduplázódott a rövidebb futamidejű (3–6 hónapos) kötvények aránya a portfólióban.

⁸ A PPA-k rövid lejáratú eszközökbe, például kereskedelmi értékpapírokba (CP), letéti jegyekbe (CD) és kincstárjegyekbe fektetnek be annak érdekében, hogy alacsony kockázatú, likvid hozamot biztosítsanak a befektetőknek.

⁹ A piaci kockázat arányos a kötvények futamidejével. A PPA-portfóliók által birtokolt kötvények lejáratának lerövidítésével a portfóliók kisebb piaci kockázatnak vannak kitéve, amikor rövidebb időkereten belül alakítják készpénzzé a kötvényeket.

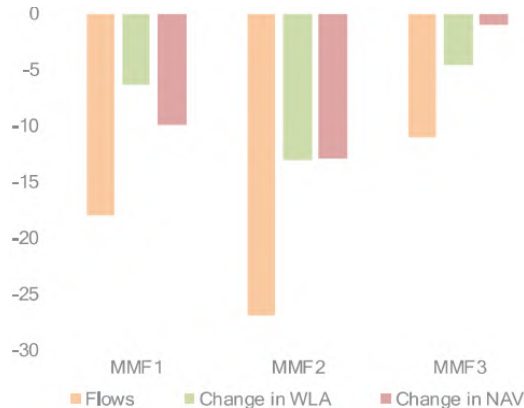
4. ábra: A PPA-k kötvényeinek összetételében bekövetkezett változások



Forrás: Európai Alap- és Vagyonkezelők Szövetsége, [European MMFs in the Covid-19 market turmoil](#) (Európai PPA-k a Covid19-cel kapcsolatos piaci válság során), 2020. november

Megjegyzés: A PPA-portfólió kötvényeinek lejárat szerinti bontása a PPA összes eszközének százalékában kifejezve.

5. ábra: A WLA és a NAV eltérése közti kompromisszum



Forrás: ESMA jelentés, [Vulnerabilities in money market funds](#) (A pénzügyi alapok sebezhetőségei), 2021

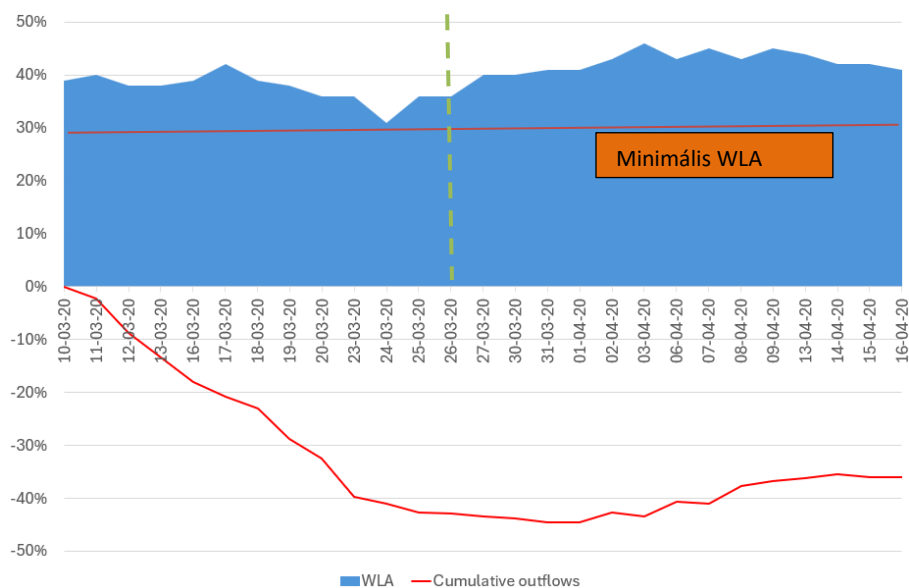
Megjegyzés: Hétnapos nettó pénzáramlások, WLA a nettó eszközérték százalékában és a nettó eszközérték eltérése (bázispontokban), 2020. március 25-i állapot.

Az egyes PPA-k szintjén a jelentős mértékű visszaváltási kérelemmel szembesülő alapok elemzése hasonló mintát mutatott: ezek az alapok prioritásként kezelték a likviditás fenntartását, és likviditási tartalékok csökkenését követően gyorsan újra tudták építeni azokat (lásd a 6. ábrát és az I. mellékletet). Összességében az egyes PPA-kat érő visszaváltási sokkok kisebbek voltak a fenntartott likviditási tartalékok nagyságánál, ami lehetővé tette, hogy az alapok gyorsan teljesítsék a visszaváltási kérelmeket. A 6. ábra egy olyan alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA példáját mutatja be, amely szélsőséges visszaváltási helyzettel szembesült, valamint azt, hogy a referencia-időszakban hogyan tartotta a szabályozói minimumok felett a heti likviditási tartalékokat. Az időszak alatti 45 %-os kiáramlás ellenére a WLA nem csökkent 30 % alá¹⁰.

Meg kell jegyezni, hogy az alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k a WLA-tartalékaikat vagy a portfólió amortizációja révén, vagy eszközértékesítés révén tartották meg, a vételi és eladási ár közötti különbség növekedésének körülményei között. Ez a NAV eltéréseihez vezethető, különösen akkor, ha kevésbé likvid eszközöket, például kereskedelmi kötvényeket és betéti okiratokat értékesítettek. A NAV ezen eltéréseit az 5. ábra szemlélteti. A WLA-tartalékok fenntartása ezért szükségessé tehetett kevésbé likvid eszközök értékesítését, ami hozzájárult a NAV eltéréseihez.

¹⁰ Meg kell jegyezni, hogy a jegybanki beavatkozás a kereskedelmi értékpapírok piacain szintén támogatta az ágazatot, és hozzájárult ahhoz, hogy megelőzzék a nyomás alatt álló PPA-kat érintő további negatív következményeket.

6. ábra: Példa a legkedvezőtlenebb forgatókönyvre az alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-t érő erős likviditási sokk esetén



Források: Crane Data és az illetékes nemzeti hatóságok

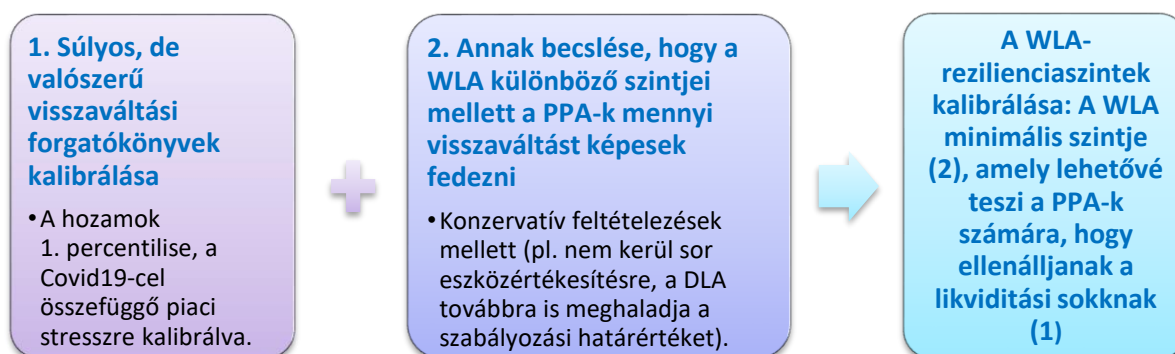
Megjegyzés: Példa egy alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-ra, amely nagyon jelentős kiáramlásokkal szembeül, szemléltetve a WLA-ra gyakorolt hatást és a likviditás ezt követő helyreállítását. Az egyéb példákat lásd az I. mellékletben.

3. A PPA-PIAC MEGFELELŐ REZILIENCIASZINTJEINEK ÉRTÉKELÉSE

Ez a szakasz az uniós PPA-ágazatnak a visszaváltási kérelmek jelentős növekedésével szembeni rezilienciáját vizsgálja. Amint azt az előző szakaszokban tárgyaltuk, a likviditási tartalékok döntő szerepet játszanak a visszaváltási kérelmek teljesítésében, különösen olyan időszakokban, amikor a rövid távú piacok illikvidek lehetnek. Ezen elemzés elvégzéséhez a Bizottság kiszámította a WLA minimális szintjét (a továbbiakban: WLA-rezilienciaszint), amely – amennyiben azt a PPA-k fenntartják – lehetővé tenné számukra, hogy jelentős volumenű visszaváltási kérelmet teljesítsenek, miközben a DLA-t a szabályozási minimum felett tartják.

A módszertant az alábbiakban foglaljuk össze, a kapcsolódó adatokat pedig a III. melléklet tartalmazza.

A WLA-rezilienciaszint kalibrálásához használt módszertan fő lépései



4. főbb megállapítás: A stresszhelyzeti piaci körülményekkel szembeni ellenálló képesség biztosításához általában elegendő a stabil nettó eszközértékű PPA-k esetében 40 %-os, a változó nettó eszközértékű PPA-k esetében pedig 20 %-os WLA-rezilienciaszint.

Ez az elemzés azt mutatja, hogy a stabil nettó eszközértékű PPA-k esetében 40 %-os, a változó nettó eszközértékű PPA-k esetében pedig 20 %-os WLA-rezilienciaszint általában elegendő ahhoz, hogy ellenálljanak a piaci stresszhelyzeteknek (lásd még: III. melléklet). Konkrétabban, a WLA-k e rezilienciaszinteken vagy azok felett tartása lehetővé tenné az uniós PPA-k számára, hogy az eszközök kényszerértékesítése nélkül is képesek legyenek ellenállni a súlyos visszaváltási sokkoknak, miközben a DLA-kat továbbra is a szabályozási minimumok felett tartják. A DLA-k minimumszint felett tartása hozzájárul a visszaváltások azonnali likviditásának biztosításához, különösen stresszhelyzetben, amikor a PPA-k több egymást követő napon is tapasztalhatnak visszaváltásokat.

Ez azt jelenti, hogy **a piac egészének szempontjából** e rezilienciaszintek egységes alkalmazása erősíteni fogja az uniós PPA-k azon képességét, hogy ellenálljanak a piaci stresszhelyzeteknek, és enyhítsék a sokkok áterjedését a pénzügyi rendszer többi részére és a gazdaságra.

A Bizottság ezért úgy véli, hogy ezek a WLA-rezilienciaszintek gyakorlati referenciapontként szolgálhatnak a likviditási kockázat kezeléséhez. Felügyeleti szempontból korai előrejelző mutatóként is működhetnek, ami szorosabb nyomon követést vagy fokozott felügyeleti fellépést tesz szükségessé az illetékes nemzeti hatóságok részéről, amennyiben a PPA-k tartósan az azonosított rezilienciaszintek alatt működnek. Ezért ezeket **a WLA-rezilienciaszinteket fel lehetne használni azon helyzetek azonosítására, amelyek további figyelmet igényelnek a PPA-k kezelői, különösen azok kockázatkezelési csoportjai részéről, valamint szükségessé teszik az érintett illetékes nemzeti hatóságok és a PPA-kezelők közötti fokozottabb felügyeleti együttműködést.**

Hangsúlyozni kell, hogy számos PPA esetében valószínűleg nem jelentkeznek a WLA-rezilienciaszintek kalibrálásához használt mértékű visszaváltási sokkok. Amint azt e jelentés is rámutat, a PPA-k nem homogének; a likviditási sokkhatásokkal szembeni ellenálló képességük sajátos jellemzőiktől és befektetői körüktől függ. Emellett a WLA-rezilienciaszintek kalibrálása konzervatív feltételezéseken alapul, különösen azon a feltételezésen, hogy a DLA-t nem használják fel, amint eléri a szabályozásban előírt minimumszintet.

Ezért – **tekintettel a PPA-ágazat és az alaptípusok heterogenitására (2. fő megállapítás) – nem lenne arányos az azonosított WLA-rezilienciaszinteket új, kötelező szabályozási minimumként meghatározni.** Ehelyett a Bizottság úgy véli, hogy ezek a WLA-rezilienciaszintek felügyeleti és kockázatkezelési referenciaértékként szolgálhatnak, támogatva a PPA-k kezelőit és az illetékes nemzeti hatóságokat azon helyzetek azonosításában, amelyek szorosabb nyomon követést és fokozott felügyeleti szerepvállalást tehetnek szükségessé.

4. KÖVETKEZTETÉS

E jelentés megállapításainak célja, hogy alapul szolgáljanak a PPA-kezelők likviditáskezelésének és a PPA-k illetékes nemzeti hatóságok általi felügyeletének javításához. A 2. szakaszban szereplő megállapítások azt mutatják, hogy az ágazat egészében a likviditási szintek eltérést mutatnak, bár általában jóval meghaladják a PPA-rendeletben meghatározott alsó szabályozási küszöbértékeket. Emellett a PPA-ágazat összességében felelős módon kezelte a likviditási kockázatokat, mind a rendes működés során, mind piaci stresszhelyzetben.

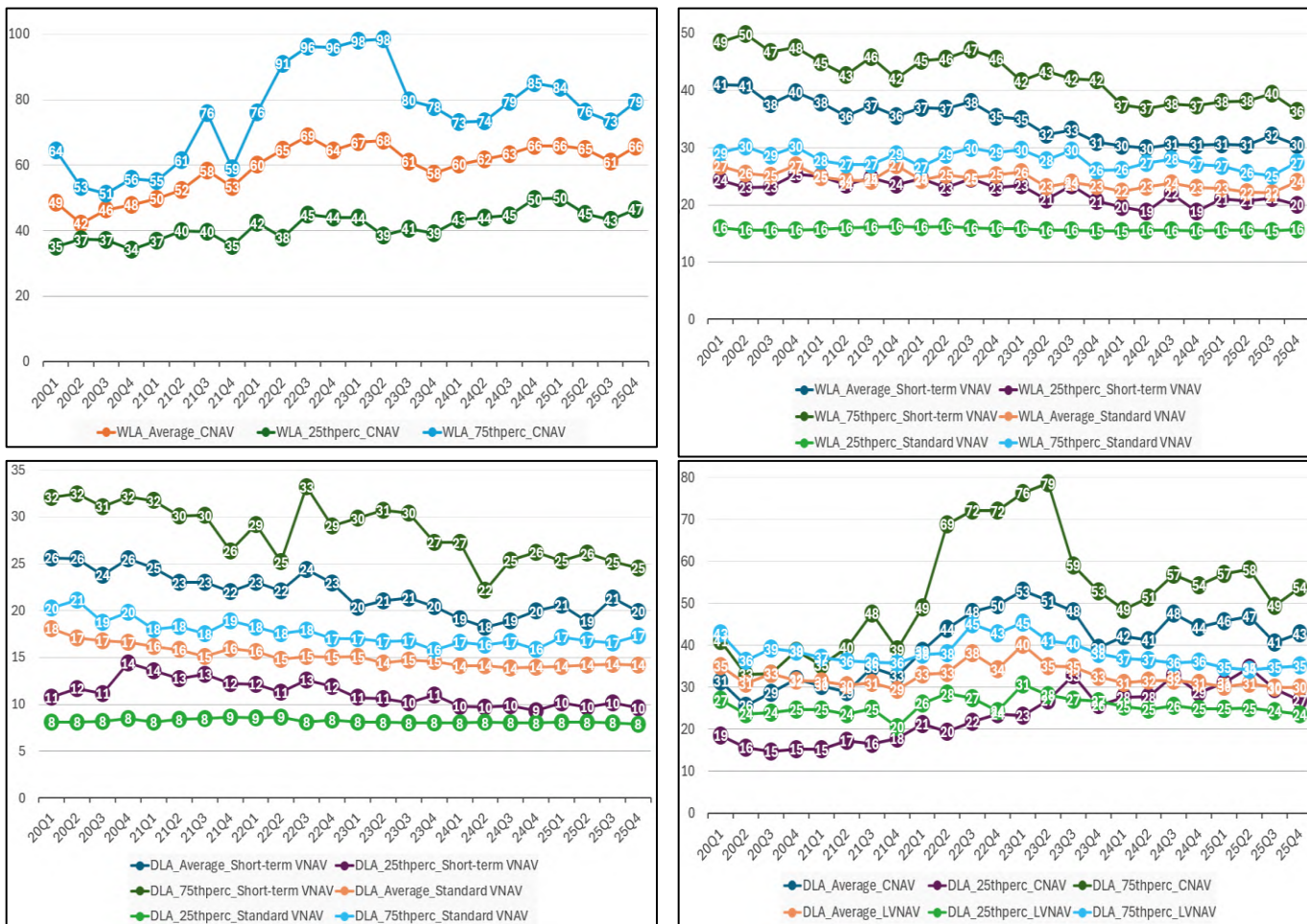
A 3. szakaszban szereplő megállapítások azt mutatják, hogy az azonosított WLA-rezilienciaszintek alkalmasak arra, hogy felügyeleti és likviditási kockázat-kezelési referenciamutatóként szolgáljanak – e szintek alatt a piac átfogó rezilienciájának biztosítása érdekében érdemben növelni kell a PPA-k és kezelők kockázatkezelési funkciói által végzett ellenőrzés intenzitását, valamint fokozni kell az illetékes nemzeti hatóságok felügyeleti ellenőrzési tevékenységét és szerepvállalását.

5. I. MELLÉKLET: LIKVIDITÁSI TARTALÉKOK SZINTJEI

5.1. A likviditási tartalék szintjeire vonatkozó statisztika

Az I.1. ábra a likviditási tartalék szintjeire vonatkozó statisztikákat mutatja be, szemléltetve, hogy a PPA-k a likviditást a szabályozási minimumok felett tartják, és hogy ezek a szintek idővel miként változnak.

I.1. ábra: A WLA és DLA szintjei



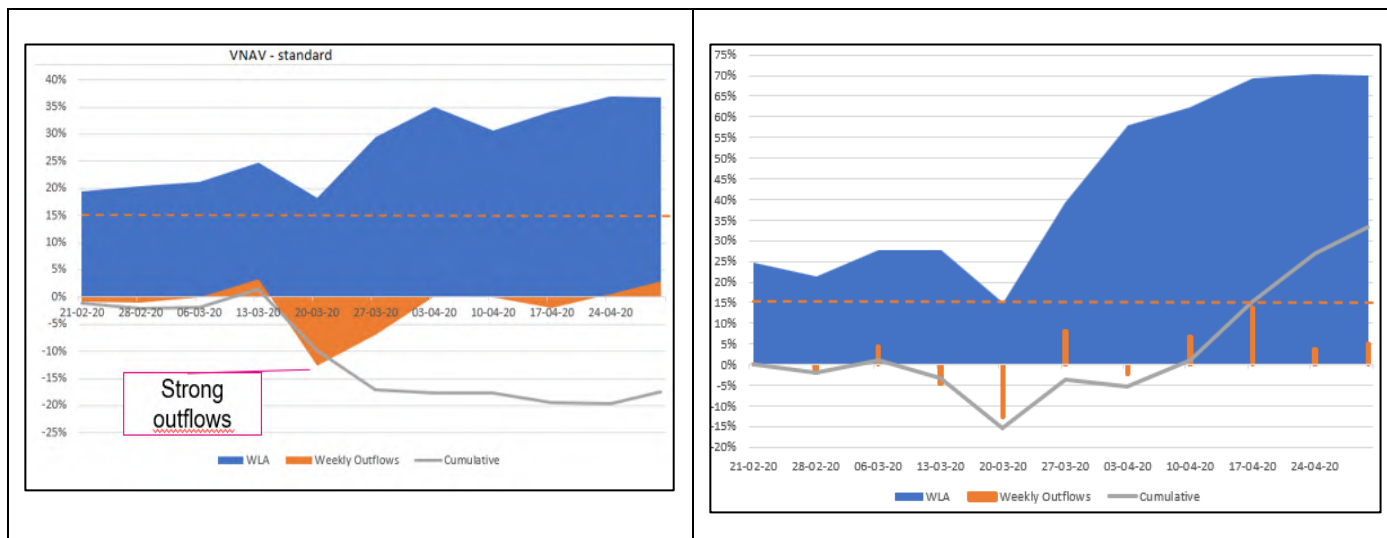
Forrás: Európai Bizottság, az ESMA 2020 első negyedévéől 2025 negyedik negyedévéig tartó időszakra vonatkozó adatai alapján

Megjegyzés: Az átlaghoz tartozó heti likvid eszközök, illetve a 25. és 75. percentiliszhez tartozó heti likvid eszközök tendenciái (a nettó eszközérték százalékában) az alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k esetében.

5.2. Példák a jelentős visszaváltási sokkokkal szembesülő PPA-k-ra

A likviditási tartalék feltöltésének elemzése az alapok azon alsó 10 %-ára összpontosított, amelyek a legnagyobb kiáramlásokkal szembesültek. Az elemzés az illetékes nemzeti hatóságoktól származó felügyeleti adatokra, egyéb adatforrásokra, az alapok stresszhelyzeti piaci körülmények közötti likviditáskézeléséről szóló közleményeire és a portfóliók összetételének változásaira támaszkodott. Következetes minta vált felismerhetővé: a PPA-k még a leginkább érintett alapok körében is képesek voltak a stresszhelyzetet követő viszonylag rövid időn belül újraépíteni likviditási tartalékaikat.

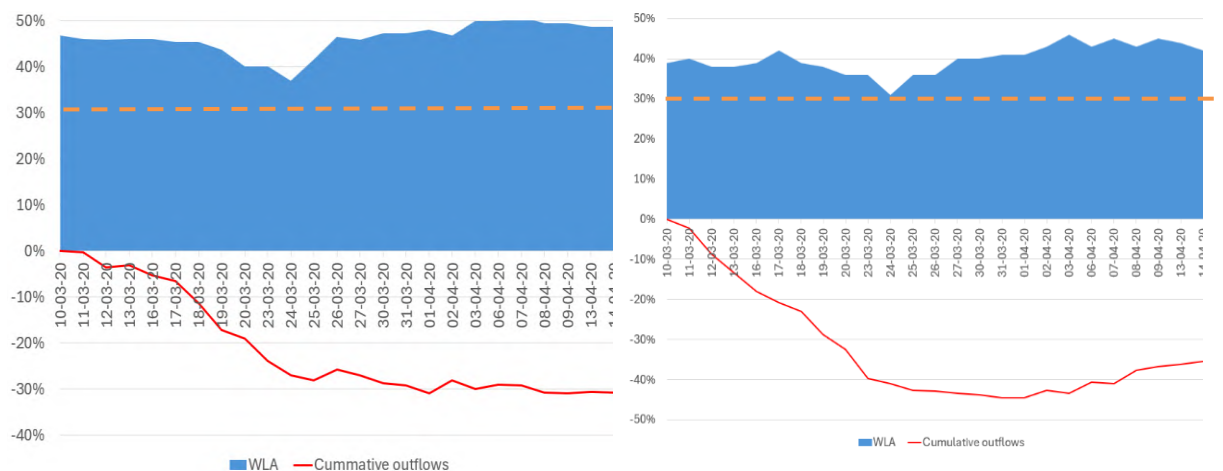
I.2. ábra: Példák két változó nettó eszközértékű PPA likviditási tartalékainak feltöltésére jelentős mértékű visszaváltási kérelmek időszakában



Források: Crane Data és az illetékes nemzeti hatóságok

Megjegyzés: Két alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA példája, amely jelentős kiáramlásokkal szembesülnek, szemlélítve a WLA-ra gyakorolt hatást és a likviditási tartalékok ezt követő helyreállítását. A 15 %-os minimumszintet szaggatott vonal jelzi. .

I.3. ábra: Likviditási tartalékok feltöltése jelentős mértékű visszaváltási kérelem mellett



Források: Crane Data és az illetékes nemzeti hatóságok

Megjegyzés: Két alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA példája, amelyek jelentős kiáramlásokkal szembesülnek, szemlélítve a WLA-ra gyakorolt hatást és a likviditási tartalékok ezt követő helyreállítását. A 30 %-os minimumszintet szaggatott vonal jelzi.

6. II. MELLÉKLET: A VISSZAVÁLTÁSOK ALAKULÁSA PIACI STRESSZHELYZETBEN

6.1. A piaci stressz a Covid19-világjárvány kezdetén

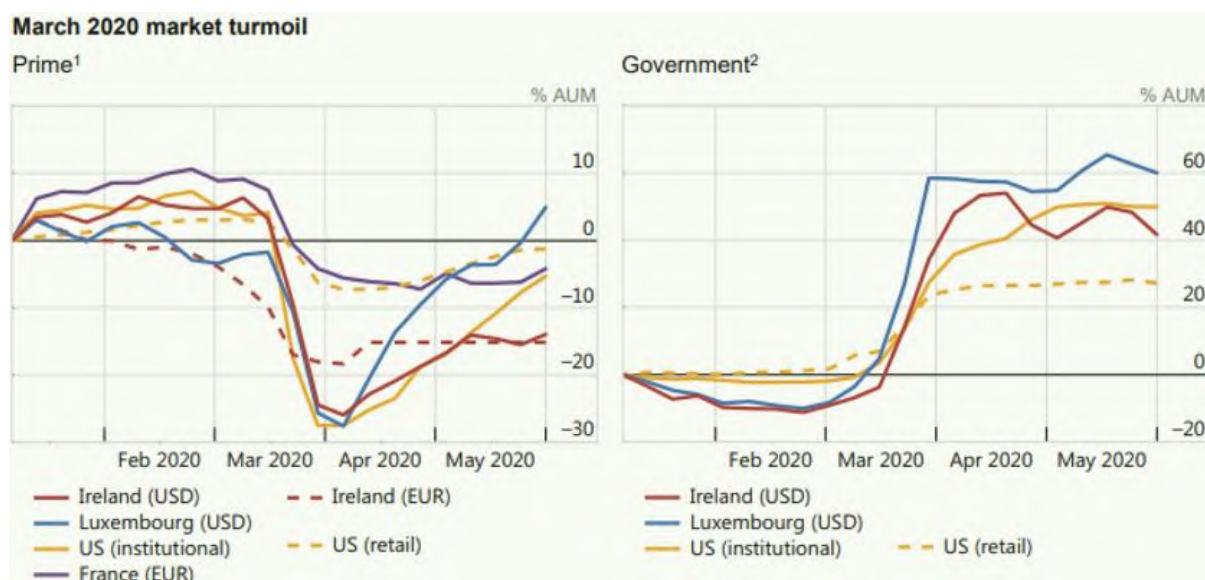
6.1.1. Általános piaci hatás

A Covid19-világjárvány által előidézett piaci események 2020 februárjában kezdődtek, ahogy fokozódtak a vírus globális terjedésével kapcsolatos aggályok, és a pénzügyi piacok elkezdtek újraárazni a kockázatot. A PPA-kra gyakorolt hatása azonban főként 2020 márciusának közepén jelentkezett, és 2020 júniusáig folytatódott, amikor piaci stresszhelyzet volt megfigyelhető.

A március közepén kezdődő 15 napos időszakban egyes PPA-k befektetői növelték a likviditás iránti keresletüket, különösen az USD-ban denominált alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k esetében, amelyek jelentős visszaváltási nyomással szembesültek (e piaci szegmensek mintegy 18–30 %-a).

2020 márciusának első heteiben az USD-ban denominált alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-knál jelentkezett az összes európai rövid lejáratú PPA közül a legnagyobb és leghosszabb időtartamú kiáramlás. Ennek az volt az oka, hogy a készpénzigényekhez kapcsolódó visszaváltások mellett a befektetők az állampapírokba fektetett állandó nettó eszközértékű PPA-kra tértek át az Unióban.

II.1. ábra: A PPA-k nettó kumulált pénzáramlásai 2020-ban



Forrás: FSB, [Policy proposals to enhance MMF resilience](#) (A PPA-k rezilienciáját fokozó szakpolitikai javaslatok), 2021. október

6.1.2. A PPA-kat érő egyenlőtlen hatások és reakciók

A visszaváltási kérelmek nagysága, valamint a szokásos és stresszhelyzetben tanúsított befektetői magatartás PPA-nként jelentős eltéréseket mutat. A reakciókat és magatartásformákat különböző tényezők alakítják, elsősorban a befektetői kör, azon belül pedig, valamint a befektetéseik felhasználási céljától (lásd alább) függően a kulcsfontosságú befektetők mérete és a befektetői összetétel. További meghatározó tényező a PPA típusa (változó nettó eszközértékű, alacsony volatilitású nettó eszközértékű, állandó nettó eszközértékű).

Noha az alapok besorolása és a devizanem egyértelműen meghatározó tényezők, még a nagyon hasonló kategóriák is rendkívül eltérő sokkhatásokat tapasztaltak a Covid19-válság időszakában és azt követően is. Ezen eltéréseket a 3. ábra szemlélteti.

A 2. és 3. ábra azt szemlélteti, hogy a Covid19-világjárvány kezdetén az USD-ban denominált alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k összességében jelentős visszaváltási sokkot tapasztaltak. A hatás azonban az egyes alapoknál igen egyenetlenül jelentkezett. Az alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k kevesebb mint 6 %-ánál haladta meg a kumulatív kiáramlás a nettó eszközértékük 30 %-át.

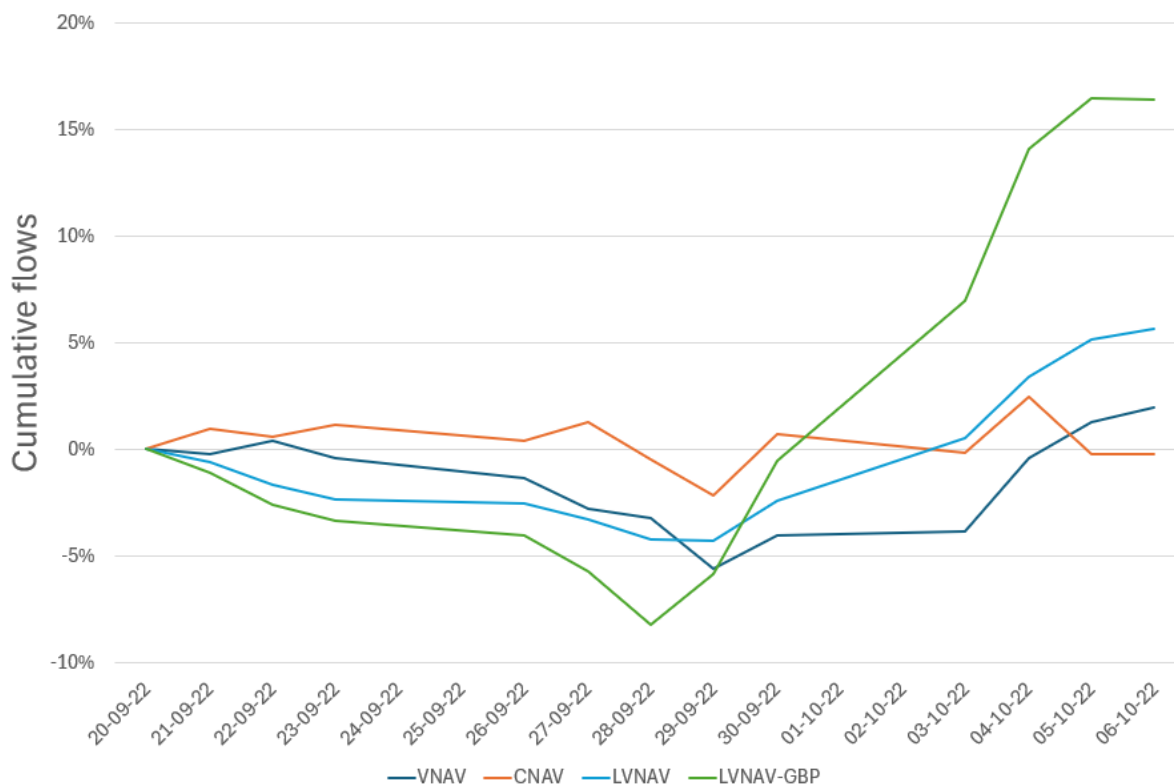
Ennek a heterogenitásnak az egyik oka a befektetők eltérő felhasználási célja. Három stilizált „szélsőséges” példa szemlélteti, hogy ugyanaz a PPA hogyan mutathat nagyon eltérő visszaváltási mintákat a befektetői körtől és annak a különböző piaci helyzetekben tanúsított magatartásától függően.

1. **PPA-k használata készpénzkezelési, illetve „fizetési” eszközként (előre jelezhető ciklus):** Egyes intézményi befektetők változó nettó eszközértékű PPA-kat használnak a **tranzakciós készpénzállomány** kezelésére, például a készpénzt akkor fektetik be, amikor a hozzájárulások vagy díjbevételek beérkeznek, majd **kiszámítható ütemben** visszaváltják (például a nyugdíjkifizetési ciklusokhoz igazodva). Ebben a helyzetben a kiáramlások gyakran **ütemezettek és előre jelezhetőek**, így a likviditás csökkenése inkább tervezett ingadozás, semmint a befektetői pánik jele. Hasonló példát jelentenek azok a nyugdíjrendszerek, amelyek rendszeres beáramlásokkal (hozzájárulások), valamint időszakos kiáramlásokkal (szociális ellátás) működnek, ami kiszámítható cash-flow mintázatokat eredményez.
2. **PPA-k használata biztosítékként/letéti likviditási eszközként (potenciálisan kilengésszerű minta):** Amikor a pénzügyi alapokat származtatott ügyletekhez, repoügyletekhez vagy LDI-hez (kötelezettség alapú befektetéshez) kapcsolódó fedezeti igényekhez szükséges **fedezeti likviditási tartalékként** használják (közvetlenül vagy közvetve), a visszaváltás mozgatórugói a **piaci mozgás és az ahhoz kapcsolódó letéti felhívás** lehetnek. A tőkeáttételes LDI-alapok esetében a fedezeti igény gyorsan emelkedhet a hozamok növekedésekor (a piaci áron történő értékelésből eredő veszteségeket tükrözve), ami sok piaci szereplőnél egyszerre okoz készpénzszűkét. Ilyen körülmények között a befektetők visszaválthatják a PPA részvényeit/befektetési jegyeit a fedezeti felhívások teljesítése érdekében, vagy a PPA-állományokat fedezetkezelési folyamatok keretében használhatják fel, amelyek a „tisza” készpénzkezelési használatnál **prociklikusabb és jobban korreláló likviditási keresletet** teremtenek.
3. **PPA-k használata az ugyanazon PPA-eszközkezelő által kezelt egyéb alapok pénzeszközeinek összevonására. Ebben az esetben a kezelő rálátással rendelkezik a visszaváltási áramlásokra.**

6.2. Az LDI-hez kapcsolódó piaci esemény

2022. szeptember végén a brit államkötvények hozamának meredek emelkedése és a nyugdíjalapok által alkalmazott kötelezettség alapú befektetési stratégiák (LDI) súlyos stresszhelyzete volt megfigyelhető. Ez súlyos piaci árazási veszteségeket okozott az LDI-alapoknak, ami viszont változó letéti felhívásokat eredményezett. Ezek a letéti felhívások váratlan és jelentős készpénzkeresletet teremtettek, amely átgyűrűzött a GBP-ban denominált PPA-kra, noha nem a PPA-k voltak a hirtelen, rendkívüli likviditási kereslet forrásai. Egyes PPA-k gyors kiáramlást tapasztaltak, különösen az intézményi befektetők részéről, és erre a likviditási tartalékok növelésével és a portfóliók lejáratának lerövidítésével reagáltak.

II.2. ábra: Az LDI-válság hatása a PPA-k áramlásaira



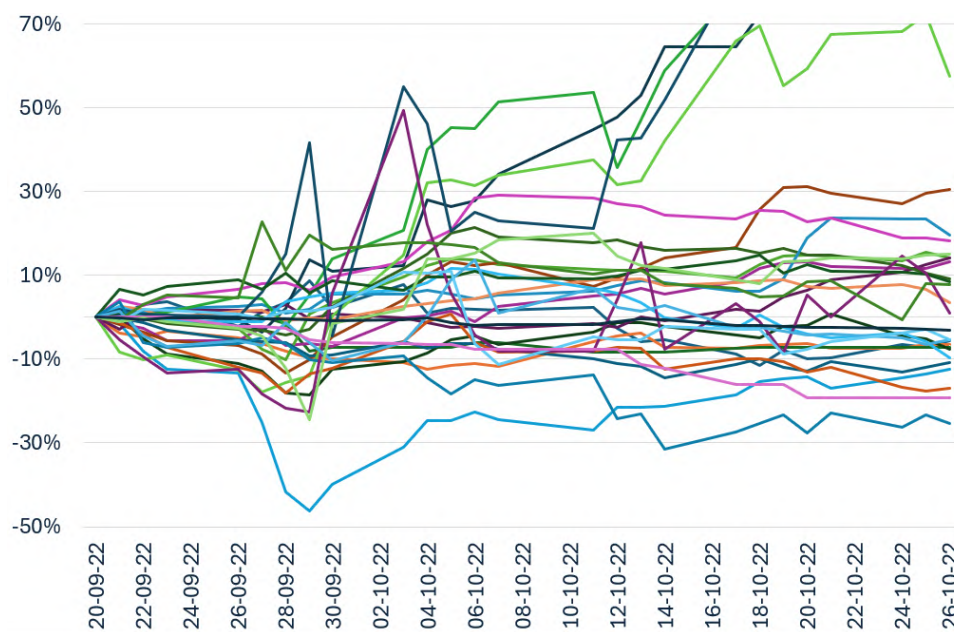
Források: Crane Data és az illetékes nemzeti hatóságok, 100 millió EUR-t meghaladó nettó eszközértékű PPA-k

Megjegyzés: Nettó kumulált pénzáramlások PPA-típusonként, a NAV százalékában kifejezve.

A PPA-k válasza az LDI-hez kapcsolódó piaci esemény során jelentkező hirtelen befektetői likviditási igényre még a Covid19-világjárvány alatti reakciónál is markánsabbak voltak. Míg egyes PPA-k beáramlásokat tapasztaltak, mások időnként erős visszaváltási nyomással szembesültek. Az LDI-hez kapcsolódó piaci esemény rendkívül eltérő hatást gyakorolt a GBP-ban denominált alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-kra, és nem az egész ágazatot, hanem csak néhány alapot érintett.

Ez a változatos hatás tükröződik a kiáramlások eloszlásában: bár a medián alap heti kiáramlása -9% volt (összesítve -10%), az eloszlás alsó tartománya súlyosabb stresszel szembesült, a 10. percentilis heti kiáramlása -21% volt, és az alapok leginkább érintett 1%-a egyetlen héten belül közel -37% -ot veszített (összesítve -42%). Ez a markáns elmozdulás azt jelzi, hogy a stressz azokra az alapokra koncentrált, amelyeket az LDI-stratégiák nagymértékben használtak likviditási tartalékként a letéti és fedezeti lehívások teljesítésére. Ezzel szemben azok a GBP-ban denominált, szélesebb körű készpénzkezelési célokat szolgáló alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k, amelyek diverzifikáltabb befektetői körrel rendelkeztek, és kevésbé kapcsolódnak közvetlenül a fedezetátalakítási vagy az államkötvény-repo tevékenységhez, ugyanebben az időszakban beáramlásokat regisztráltak.

II.3. ábra: A NAV és a GBP-ban denominált alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k tendenciái az LDI-hez kapcsolódó piaci esemény idején



Források: Crane Data és az illetékes nemzeti hatóságok

Megjegyzés: Minden sor az 1 milliárd EUR-t meghaladó nettó eszközértékű, GBP-ban denominált alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k nettó kumulált pénzáramlását mutatja a nettó eszközértékének százalékában (y tengely). A pozitív értékek a nettó jegyzéseket, míg a negatív értékek a nettó visszaváltásokat jelzik. Ezek a példák azt mutatják, hogy míg a GBP-ban denominált alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k jelentős visszaváltásokat tapasztaltak az LDI-válsághoz kapcsolódó piaci eseménye során, a rájuk gyakorolt hatás ezen a PPA-típuson belül egyenletlen volt.

7. III. MELLÉKLET: PIACI REZILIENCIASZINTEK

7.1. A visszaváltási sokkok kalibrálása

A visszaváltási sokkok értékelése során számos modellt teszteltek különböző adatforrások (Crane Data, illetékes nemzeti hatóságok, Morningstar) és módszertani megközelítések felhasználásával, különös tekintettel az adatminőségi problémák kezelésére és a megbízhatóság biztosítására.

A visszaváltások első percentiliséét (a nettó eszközérték %-ában) végül azért választották ki, mert súlyos, de valószínű stresszfeltételeket tükröz, miközben korlátozza az esetleges adathibák vagy kiugró értékek hatását.

Ezt a percentilist a Covid19-világjárványhoz kapcsolódó piaci esemény alapján kalibrálták, ezért rendkívül kedvezőtlen forgatókönyvet tükröz. Meg kell jegyezni, hogy az ilyen forgatókönyvek a kiszámítható befektetői körrel rendelkező számos PPA esetében nem feltétlenül reálisak. Mindazonáltal ez a szigorú megközelítés megfelelőnek tekinthető a lehetséges továbbterjedési kockázatokkal, különösen a hírnévvel kapcsolatos továbbterjedéssel összefüggésben.

A továbbterjedés relevanciája az „ismerd az ügyfeledet” gyakorlatokkal összefüggésében is értékelhető, valamint annak fényében, hogy a pénzügyi alapokra rendszeres szabályozói tájékoztatási kötelezettség vonatkozik a befektetőik felé. Emellett sok befektetőnek gyakoribb és részletesebb információkra van szüksége, ami tovább csökkentheti a továbbterjedés kockázatát.

III.1. táblázat: Az első percentilis visszaváltási forgatókönyvei eloszlásának tartománya adatforrások között [min. 1. percentilis, max. 1. percentilis]

	Napi	Heti	Havi
VNAV	[-4 %; -8 %]	[-6 %; -19 %]	[-16 %; -45 %]
- Sztenderd VNAV	[-4 %; -8 %]	[-4 %; -21 %]	[-9 %; -45 %]
- Rövid lejáratú VNAV	[-3 %; -10 %]	[-6 %; -15 %]	[-17 %; -26 %]
Alacsony volatilitású nettó eszközérték (LVNAV)	[-6 %; -11 %]	[-7 %; -28 %]	[-28 %; -45 %]
- LVNAV USD	[-9 %; -12 %]	[-16 %; -26 %]	[-30 %; -44 %]
- LVNAV GBP	[-8 %; -11 %]	[-16 %; -30 %]	[-26 %; -47 %]
Állandó nettó eszközérték (CNAV)	[-5 %; -14 %]	[-4 %; -22 %]	[-1 %; -34 %]
Globális	[-6 %; -11 %]	[-7 %; -26 %]	[-21 %; -45 %]

Források: Crane Data, Morningstar és az illetékes nemzeti hatóságok adatai

7.2. A „piaci rezilienciára vonatkozó küszöbértékek” kalibrálása

Az uniós PPA-k általában képesek ellenállni a 7.1. szakaszban azonosított visszaváltási sokkhatásoknak, ami a WLA-szintek ágazaton belüli eloszlását tükrözi. Továbbra is alapvető fontosságú azonban, hogy megbízható felügyelet és hatékony kockázatkezelési rendszerek álljanak rendelkezésre annak biztosítása érdekében, hogy a likviditási szintek az egyes alapok sajátos helyzetéhez igazodjanak.

Ebben az összefüggésben ez a szakasz olyan WLA-rezilienciaszinteket kalibrál, amelyek – ha alsó referenciaértékként egységesen alkalmaznák őket – lehetővé tennék a PPA-k számára, hogy ellenálljanak a 7.1. szakaszban kalibrált visszaváltási forgatókönyveknek.

Az alábbi módszertan került alkalmazásra:

1. Az elemzés megbecsüli azon visszaváltási volument, amelyet a PPA-k kezelni tudnak, mielőtt napi likvid eszközeik a szabályozási minimumszint alá csökkennének. Ehhez a minimális WLA különböző szintjeit kell figyelembe venni, a portfólió összetételére és amortizációjára vonatkozó valós adatok felhasználásával.
2. A WLA-rezilienciaküszöbök kalibrálása érdekében az eredményeket össze kell vetni a 7.1. szakaszban meghatározott, a PPA-kra alkalmazott visszaváltási forgatókönyvekkel (lásd a III.1. táblázatot). Az elemzés figyelembe veszi a portfólió amortizációját, és a következő konzervatív feltételezéseket alkalmazza:
 - a visszaváltásokat kizárólag a meglévő DLA és WLA terhére teljesítik, és a DLA-nak és WLA-nak minősülő eszközökön kívül más eszköz nem kerül értékesítésre,
 - a DLA a szabályozási minimumkövetelmények felett marad¹¹.

III.2. táblázat: A kalibrálási gyakorlat során alkalmazott forgatókönyv:

A PPA típusa	Napi	Heti	Havi
Sztenderd VNAV	-8 %	-17 %	-34 %
Stabil nettó eszközérték	-15 %	-30 %	-47 %

Források: Crane Data, Morningstar és az illetékes nemzeti hatóságok adatai

Ez az elemzés kimutatja, hogy a stabil nettó eszközértékű PPA-k esetében 35–40 %-os, a változó nettó eszközértékű PPA-k esetében pedig 20 %-os WLA-rezilienciaszint általában elegendő ahhoz, hogy ellenálljanak a piaci stresszhelyzeteknek Különösen a WLA-k e rezilienciaszinten vagy azt meghaladó szinten tartása tenné lehetővé az uniós PPA-k számára, hogy ellenálljanak a 7.1. szakaszban kalibrált súlyos visszaváltási sokkoknak (azaz a DLA-kat a szabályozási minimumok felett tartásuk).

¹¹ Ez konzervatív feltételezés, mivel a gyakorlatban a PPA-k lehetővé tehetik, hogy a visszaváltási kérelmek teljesítése érdekében a DLA ideiglenesen a szabályozási minimum alá csökkenjen, és eszközöket is értékesíthetnek, vagy készpénzbeáramlásra is támaszkodhatnak.