ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ
ΕΠΙΤΡΟΠΗ

Βρυξέλλες, 11.5.2026
COM(2026) 350 final

ΕΚΘΕΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΠΡΟΣ ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟ ΚΑΙ ΤΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ

σχετικά με την επάρκεια του κανονισμού (ΕΕ) 2017/1131 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τα αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς από άποψη προληπτικής εποπτείας και οικονομική άποψη

ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ

Ο κανονισμός για τα αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς (στο εξής: κανονισμός για τα ΑΚΧΑ) άρχισε να ισχύει το 2018 και καθόρισε ένα ολοκληρωμένο πλαίσιο για τα αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς (στο εξής: ΑΚΧΑ) της ΕΕ. Αναγνωρίζει τον σημαντικό ρόλο τους στη χρηματοδότηση της οικονομίας, ιδίως στη βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση δημόσιων αρχών και επιχειρήσεων, καθώς και στην κάλυψη των αναγκών των επενδυτών. Τα ΑΚΧΑ της ΕΕ προσφέρουν ένα ρευστό, άρτια ρυθμιζόμενο επενδυτικό εργαλείο, που συμβάλλει στην επίτευξη των στόχων της Ένωσης Αποταμιεύσεων και Επενδύσεων.

Ο κανονισμός για τα ΑΚΧΑ περιλαμβάνει διασφαλίσεις που αποσκοπούν στην ενίσχυση της ανθεκτικότητας των ΑΚΧΑ, η οποία είναι απαραίτητη για την εμπιστοσύνη των επενδυτών στο προϊόν. Στην έκθεση της Επιτροπής του 2023 για τα ΑΚΧΑ[1] διαπιστώθηκε ότι το πλαίσιο είναι εν γένει αποτελεσματικό όσον αφορά τη μείωση των κινδύνων ρευστότητας· προσδιορίστηκαν επίσης ορισμένες πτυχές των κινδύνων ρευστότητας οι οποίες χρήζουν περαιτέρω αξιολόγησης. Στην παρούσα έκθεση παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των συμπληρωματικών αναλυτικών εργασιών που πραγματοποιήθηκαν σχετικά με τους κινδύνους ρευστότητας, καθώς και τα συμπεράσματα σχετικά με τη βελτίωση της ανθεκτικότητας των ΑΚΧΑ.

Τα ΑΚΧΑ ποικίλλουν και αντιμετωπίζουν διαφορετικά επίπεδα κρίσεων ρευστότητας με βάση το είδος τους (ΑΚΧΑ κυμαινόμενης, χαμηλής μεταβλητότητας ή σταθερής καθαρής αξίας ενεργητικού — στο εξής: «ΑΚΧΑ κυμαινόμενης ΚΑΕ», «ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας» και «ΑΚΧΑ σταθερής ΚΑΕ», αντίστοιχα), το νόμισμα, τους επενδυτές και τις χρήσεις τους. Λόγω των διαφορών αυτών, τα ΑΚΧΑ διατηρούν αποθέματα ρευστότητας πάνω από τα απαιτούμενα ελάχιστα όρια, λαμβανομένων υπόψη των ειδικών χαρακτηριστικών κάθε κεφαλαίου και των αποτελεσμάτων τους στις προσομοιώσεις ακραίων καταστάσεων. Αυτή η προσεκτική προσέγγιση των διαχειριστών ΑΚΧΑ μπορεί να εξηγηθεί από τον έλεγχο από τους επενδυτές (που καθίσταται δυνατός από τους κανόνες διαφάνειας του κανονισμού για τα ΑΚΧΑ), την κανονιστική εποπτεία και την ανησυχία σχετικά με τους κινδύνους φήμης.

Τα ΑΚΧΑ έχουν αποδείξει την ικανότητά τους να αποκαθιστούν τα αποθέματα ρευστότητας ακόμη και σε περιόδους ακραίων συνθηκών στην αγορά, στοιχείο που αντικατοπτρίζει την ενεργό διαχείριση του κινδύνου ρευστότητας και την αποτελεσματική εποπτεία. Αυτό υποδηλώνει ότι οι διάφοροι μηχανισμοί που προβλέπονται στον κανονισμό για τα ΑΚΧΑ έχουν εφαρμοστεί με συνέπεια, υπό τον συντονισμό της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών (στο εξής: ESMA).

Στην παρούσα έκθεση αξιολογήθηκε η ανθεκτικότητα των εβδομαδιαίων ρευστοποιήσιμων περιουσιακών στοιχείων (στο εξής: ΕΡΠΣ), τα οποία θεωρούνται χρήσιμοι δείκτες αναφοράς ΕΡΠΣ για τη διαχείριση και την εποπτεία του κινδύνου ρευστότητας. Βάσει εκτενούς ανάλυσης δεδομένων, η παρούσα έκθεση καταλήγει στο συμπέρασμα ότι τα κατάλληλα επίπεδα αναφοράς ΕΡΠΣ (στο εξής: επίπεδα ανθεκτικότητας της αγοράς) είναι 20 % για τα ΑΚΧΑ κυμαινόμενης ΚΑΕ και 40 % για τα ΑΚΧΑ σταθερής ΚΑΕ και ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας.

Ως εκ τούτου, η Επιτροπή πιστεύει ότι αυτά τα επίπεδα ανθεκτικότητας της αγοράς μπορούν να χρησιμεύσουν ως δείκτες αναφοράς τόσο για τους διαχειριστές ΑΚΧΑ, ιδίως όσον αφορά τους ρόλους διαχείρισης κινδύνων, όσο και για τις εθνικές αρμόδιες αρχές, ώστε να συμβάλουν στον εντοπισμό καταστάσεων που ενδέχεται να απαιτούν στενότερη παρακολούθηση και αυξημένη εποπτική δραστηριότητα.

[1] Έκθεση της Επιτροπής προς το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο σχετικά με την επάρκεια του κανονισμού (ΕΕ) 2017/1131 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τα αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς από άποψη προληπτικής εποπτείας και οικονομική άποψη [COM(2023) 452 final]: EUR-Lex - 52023DC0452 - EL - EUR-Lex.

Περιεχόμενα

ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ **1**

ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ **3**

1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ **5**

2 ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΤΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΑΚΧΑ **8**

2.1 Επίπεδα αποθεμάτων ρευστότητας 8

2.2 Πώς ανταποκρίνονται τα ΑΚΧΑ στα αιτήματα εξαγοράς 13

3 ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ ΚΑΤΑΛΛΗΛΩΝ ΕΠΙΠΕΔΩΝ ΑΝΘΕΚΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΧΑ **16**

4 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ **17**

5 ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι: ΕΠΙΠΕΔΑ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ **18**

5.1 Στατιστικά στοιχεία σχετικά με τα επίπεδα αποθεμάτων ρευστότητας 18

5.2 Παραδείγματα ΑΚΧΑ που αντιμετωπίζουν έντονους κλυδωνισμούς εξαγοράς 18

6 ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙ: ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΕ ΑΚΡΑΙΕΣ ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ **20**

6.1 Οι πιέσεις στην αγορά κατά την έναρξη της πανδημίας COVID-19 20

6.1.1 Συνολικός αντίκτυπος στην αγορά **20**

6.1.2 Άνισες επιπτώσεις και αντιδράσεις μεταξύ των ΑΚΧΑ **20**

6.2 Το γεγονός της αγοράς που σχετιζόταν με τις LDI 21

7 ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙΙ: ΕΠΙΠΕΔΑ ΑΝΘΕΚΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ **24**

7.1 Βαθμονόμηση των κλυδωνισμών εξαγοράς 24

7.2 Βαθμονόμηση των «ορίων ανθεκτικότητας της αγοράς» 24

ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ

ΟΔΟΕΕ	Οδηγία σχετικά με τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων
ΑΚΧΑ σταθερής ΚΑΕ	ΑΚΧΑ σταθερής καθαρής αξίας ενεργητικού δημόσιου χρέους, όπως ορίζεται στο άρθρο 2 σημείο 11) του κανονισμού για τα ΑΚΧΑ
ΗΡΠΣ	Ημερήσια ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία, σύμφωνα με τις απαιτήσεις που ορίζονται στο άρθρο 24 παράγραφος 1 στοιχεία γ) και δ) και στο άρθρο 25 παράγραφος 1 στοιχείο γ) του κανονισμού για τα ΑΚΧΑ
ΕΚΤ	Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα
ESMA	Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών
ΕΣΣΚ	Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου
EUR	ευρώ
ΣΧΣ	Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας
GBP	Λίρα στερλίνα
LMT	Εργαλείο διαχείρισης ρευστότητας
ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας	ΑΚΧΑ καθαρής αξίας ενεργητικού χαμηλής μεταβλητότητας, όπως ορίζεται στο άρθρο 2 σημείο 12) του κανονισμού για τα ΑΚΧΑ
LRM	Διαχείριση κινδύνου ρευστότητας
ΑΚΧΑ	Αμοιβαίο κεφάλαιο της χρηματαγοράς. Τα ΑΚΧΑ αναφέρονται σε αμοιβαία κεφάλαια εγκατεστημένα στην ΕΕ, εκτός εάν ορίζεται διαφορετικά (π.χ. ΑΚΧΑ των ΗΠΑ).
Διαχειριστής ΑΚΧΑ	Διαχειριστής του ΑΚΧΑ, όπως ορίζεται στο άρθρο 2 σημείο 23) του κανονισμού για τα ΑΚΧΑ
Κανονισμός για τα ΑΚΧΑ	Κανονισμός (ΕΕ) 2017/1131 για τα αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς
ΚΑΕ	Καθαρή αξία ενεργητικού
ΕΑΑ	Εθνικές αρμόδιες αρχές, οι οποίες είναι η εκάστοτε αρχή του ΑΚΧΑ, όπως ορίζεται στο άρθρο 2 σημείο 17) του κανονισμού για τα ΑΚΧΑ
SIU	Ένωση Αποταμιεύσεων και Επενδύσεων, μια πρωτοβουλία της Ευρωπαϊκής Επιτροπής που αποσκοπεί στη δημιουργία καλύτερων οικονομικών ευκαιριών για τους πολίτες της ΕΕ, ενισχύοντας παράλληλα την ικανότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος να συνδέει τις αποταμιεύσεις με παραγωγικές επενδύσεις
USD	Δολάριο Ηνωμένων Πολιτειών
ΟΣΕΚΑ	Οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες
ΑΚΧΑ κυμαινόμενης ΚΑΕ	ΑΚΧΑ κυμαινόμενης καθαρής αξίας ενεργητικού, όπως ορίζονται στο άρθρο 2 σημείο 13) του κανονισμού για τα ΑΚΧΑ
ΣΜΔΖ	Σταθμισμένη μέση διάρκεια ζωής, όπως ορίζεται στο άρθρο 2 σημείο 20) του κανονισμού για τα ΑΚΧΑ
ΣΜΛ	Σταθμισμένη μέση ληκτότητα, όπως ορίζεται στο άρθρο 2 σημείο 19) του κανονισμού για τα ΑΚΧΑ
ΕΡΠΣ	Εβδομαδιαία ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία, σύμφωνα με τις απαιτήσεις που ορίζονται στο άρθρο 24 παράγραφος 1 στοιχεία ε) και στ) και στο άρθρο 25 παράγραφος 1 στοιχείο δ) του κανονισμού για τα ΑΚΧΑ

Έκθεση του 2023 για τα ΑΚΧΑ Έκθεση της Επιτροπής προς το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο σχετικά με την επάρκεια του κανονισμού (ΕΕ) 2017/1131 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τα αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς από άποψη προληπτικής εποπτείας και οικονομική άποψη [COM(2023) 452]

1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Τα ΑΚΧΑ διαδραματίζουν καίριο ρόλο στο χρηματοπιστωτικό σύστημα ως εργαλεία διαχείρισης ταμειακών διαθεσίμων για τις επιχειρήσεις και ως ευκαιρία για τους επενδυτές που αναζητούν επενδύσεις χαμηλής μεταβλητότητας με υψηλότερες αποδόσεις σε σύγκριση με τις τραπεζικές καταθέσεις. Η αύξηση των περιουσιακών στοιχείων των ΑΚΧΑ της ΕΕ κατά την τελευταία πενταετία (+ 45 % από το 2019 έως το 2024) καταδεικνύει την επιτυχία του πλαισίου. Στην ΕΕ, 455 ΑΚΧΑ διατηρούσαν συνολικά περιουσιακά στοιχεία ύψους περίπου 1,95 τρισ. EUR στο τέλος του 2024. Τα ΑΚΧΑ της ΕΕ εδρεύουν κυρίως στην Ιρλανδία, στο Λουξεμβούργο και στη Γαλλία. Ως εκ τούτου, τα ΑΚΧΑ της ΕΕ προσφέρουν ένα ρυθμιζόμενο επενδυτικό εργαλείο που συμβάλλει στη διαφοροποίηση των επενδυτικών ευκαιριών και της διαχείρισης κινδύνων, σύμφωνα με τους στόχους της Ένωσης Αποταμιεύσεων και Επενδύσεων (SIU). Παρέχουν επίσης πρόσθετες επιλογές χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις της ΕΕ, δίνοντάς τους τη δυνατότητα να αναπτυχθούν, να καινοτομήσουν και να δημιουργήσουν θέσεις εργασίας.

Τα ΑΚΧΑ της ΕΕ με μια ματιά

- Εκφράζονται σε EUR (~45 %), USD (~32 %) και GBP (~23 %).
- Εδρεύουν στην Ιρλανδία (44 %), στο Λουξεμβούργο (30 %) και στη Γαλλία (24 %).
- Ανήκουν σε επαγγελματίες επενδυτές (90 %), συμπεριλαμβανομένων επενδυτών εκτός ΕΕ για τα ΑΚΧΑ που εδρεύουν στην Ιρλανδία (77 %) και στο Λουξεμβούργο (63 %).
- ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας (~46 %), ΑΚΧΑ κυμαινόμενης ΚΑΕ (~43 %) και ΑΚΧΑ σταθερής ΚΑΕ (~11 % της ΚΑΕ).

Πηγή: ESMA, EU MMF market 2023 (Αγορά ΑΚΧΑ της ΕΕ 2023) και στοιχεία του 4ου τριμήνου του 2024

Το 2018 άρχισε να ισχύει ο κανονισμός για τα ΑΚΧΑ, ο οποίος θέσπισε ένα ολοκληρωμένο κανονιστικό και εποπτικό πλαίσιο για τα ΑΚΧΑ της ΕΕ που «*παρέχουν βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, επιχειρήσεις και κυβερνήσεις συμβάλλοντας στη χρηματοδότηση της οικονομίας της Ένωσης*» (αιτιολογική σκέψη 1 του κανονισμού για τα ΑΚΧΑ).

Η ΟΔΟΕΕ και η οδηγία για τους ΟΣΕΚΑ αναθεωρήθηκαν προκειμένου να θεσπιστεί ένα ενισχυμένο και περισσότερο εναρμονισμένο πλαίσιο για τη διαχείριση του κινδύνου ρευστότητας, κυρίως μέσω της απαίτησης οι διαχειριστές να επιλέγουν και να εφαρμόζουν τουλάχιστον ένα εργαλείο διαχείρισης ρευστότητας από προκαθορισμένο κατάλογο. Το πλαίσιο αυτό, το οποίο εφαρμόζεται από τις 16 Απριλίου 2026, βελτιώνει τη συνοχή μεταξύ των κεφαλαίων και ενισχύει τη συνολική χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

Ο κανονισμός για τα ΑΚΧΑ παρέχει εναρμονισμένο πλαίσιο για την ενίσχυση της ανθεκτικότητας του τομέα και τον μετριασμό του συστημικού κινδύνου, με διατάξεις που καλύπτουν, μεταξύ άλλων, τα επιλέξιμα περιουσιακά στοιχεία, τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου, την αποτίμηση, τη διαχείριση κινδύνου, την απαγόρευση μόχλευσης, τη διαφάνεια και την υποβολή εκθέσεων. Οι απαιτήσεις όσον αφορά τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου αποτελούν κεντρικό πυλώνα του κανονισμού για τα ΑΚΧΑ. Σε αυτές περιλαμβάνονται διατάξεις που αποσκοπούν στη διασφάλιση της ρευστότητας των ΑΚΧΑ, όπως διατάξεις σχετικά με τα αποθέματα ρευστότητας και διατάξεις που περιγράφουν τον ρόλο και τα καθήκοντα του διαχειριστή ΑΚΧΑ (όπως τα όρια ληκτότητας και η πιστοληπτική ποιότητα[2], βλ. κατωτέρω). Τα διάφορα είδη ΑΚΧΑ της ΕΕ και τα βασικά χαρακτηριστικά τους και οι κανονιστικές απαιτήσεις παρατίθενται στον πίνακα 1. Δείχνει τα ελάχιστα κανονιστικά όρια για τα ημερήσια και

[2] Οι διαχειριστές ΑΚΧΑ είναι υπεύθυνοι για τη διασφάλιση της συμμόρφωσης με τον κανονισμό για τα ΑΚΧΑ. Έχουν συγκεκριμένα καθήκοντα, όπως η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ποιότητας των περιουσιακών στοιχείων των ΑΚΧΑ και η διενέργεια προσομοιώσεων ακραίων καταστάσεων, η αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων και η γνωστοποίηση πληροφοριών στους επενδυτές.

εβδομαδιαία ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία (στο εξής: «ΗΡΠΣ» και «ΕΡΠΣ») που πρέπει να διακρατούν τα ΑΚΧΑ. Τα ελάχιστα όρια στον κανονισμό για τα ΑΚΧΑ έχουν ως στόχο να εξασφαλίσουν, σε συνδυασμό με άλλες διασφαλίσεις, ότι τα ΑΚΧΑ μπορούν να ανταποκριθούν στις εξαγορές των επενδυτών σε βάθος χρόνου.

Πίνακας 1: Βασικές απαιτήσεις και χαρακτηριστικά των ΑΚΧΑ της ΕΕ

	Βραχυπρόθεσμο ΑΚΧΑ		Πρότυπο ΑΚΧΑ
	Αμετάβλητη ΚΑΕ	Κυμαινόμενη ΚΑΕ	
Απαιτήσεις	**ΑΚΧΑ σταθερής ΚΑΕ** / **ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας**	**Βραχυπρόθεσμο ΑΚΧΑ κυμαινόμενης ΚΑΕ**	**Πρότυπο ΑΚΧΑ κυμαινόμενης ΚΑΕ**
ΣΜΛ	60 ημέρες κατ' ανώτατο όριο		6 μήνες κατ' ανώτατο όριο
ΣΜΔΖ	120 ημέρες κατ' ανώτατο όριο		12 μήνες κατ' ανώτατο όριο
Ληκτότητα των περιουσιακών στοιχείων	397 ημέρες κατ' ανώτατο όριο		2 έτη κατ' ανώτατο όριο με επαναφορά 397 ημερών
ΗΡΠΣ	Τουλάχιστον 10 %	Τουλάχιστον 7,5 %	
ΕΡΠΣ	Τουλάχιστον 30 % (συμπεριλαμβανομένου ποσοστού έως 17,5 % σε τίτλους δημόσιου χρέους με ληκτότητα εντός 190 ημερών)	Τουλάχιστον 15 %	
Άλλο	Καμία μόχλευση, διαφοροποίηση, απαιτήσεις πιστοληπτικής ποιότητας, διαφάνεια και υποβολή εκθέσεων		

Το 2023 η Επιτροπή δημοσίευσε έκθεση[3] (στο εξής: έκθεση του 2023 για τα ΑΚΧΑ), η οποία δείχνει ότι «*ο κανονισμός για τα ΑΚΧΑ πέρασε επιτυχώς τη δοκιμή της κρίσης ρευστότητας που αντιμετώπιζαν τα ΑΚΧΑ κατά τη διάρκεια της αναταραχής της αγοράς του Μαρτίου του 2020 που σχετιζόταν με τη νόσο COVID-19, των πρόσφατων αυξήσεων των επιτοκίων και της σχετικής ανατιμολόγησης χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων*»[4]. Μολονότι η έκθεση κατέληξε στο συμπέρασμα ότι το πλαίσιο ήταν εν γένει σε θέση να διασφαλίσει την ανθεκτικότητα του τομέα, ανέδειξε ορισμένες πτυχές της διαχείρισης του κινδύνου ρευστότητας που έχρηζαν περαιτέρω αξιολόγησης προκειμένου να διασφαλιστεί η ανθεκτικότητα των ΑΚΧΑ.

Σε συνέχεια της έκθεσης του 2023 για τα ΑΚΧΑ, η παρούσα έκθεση αξιολογεί τη λειτουργία των ΑΚΧΑ με βάση εκτενείς αναλυτικές εργασίες και αξιοποιεί πολλαπλές πηγές δεδομένων[5] και διαβουλεύσεις[6] για να εξετάσει τον τρόπο διαχείρισης των κινδύνων ρευστότητας. Αξιολογεί τον τρόπο με τον οποίο τα ΑΚΧΑ ανταποκρίνονται σε κρίσεις ρευστότητας και τον τρόπο με τον οποίο οι διαχειριστές μετριάζουν τον κίνδυνο ρευστότητας, ιδίως μέσω των αποθεμάτων ρευστότητας.

Στην παρούσα έκθεση παρουσιάζονται τα βασικά πορίσματα σχετικά με την αξιολόγηση της διαχείρισης ρευστότητας των ΑΚΧΑ (ενότητα 2), καθώς και ανάλυση των κατάλληλων επιπέδων

[3] Commission adopts report on the functioning of the Money Market Funds Regulation (MMF) - Finance [Η Επιτροπή εκδίδει έκθεση σχετικά με τη λειτουργία του κανονισμού για τα αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς (ΑΚΧΑ) — Οικονομικά].
[4] Έκθεση του 2023 για τα ΑΚΧΑ, σ. 26.
[5] Ελήφθησαν στοιχεία από τις ακόλουθες πηγές: Crane Data, Morningstar, ESMA και ΕΑΑ.
[6] Στοχευμένη διαβούλευση σχετικά με τη λειτουργία του κανονισμού για τα αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς, η οποία διεξήχθη από την Επιτροπή, 12 Απριλίου 2022, και στοχευμένη διαβούλευση για την αξιολόγηση της επάρκειας των μακροπροληπτικών πολιτικών για τη μη τραπεζική χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση (NBFI), η οποία διεξήχθη από την Επιτροπή, 22 Μαΐου 2024.

ανθεκτικότητας της αγοράς (ενότητα 3). Στα παραρτήματα παρέχεται διεξοδικότερη τεχνική ανάλυση των θεμάτων αυτών.

2 ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΤΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΑΚΧΑ

2.1 Επίπεδα αποθεμάτων ρευστότητας

Η Επιτροπή διενήργησε ανάλυση των αποθεμάτων ρευστότητας στο επίπεδο ολόκληρου του τομέα (ανάλυση σε μακροεπίπεδο) και στο επίπεδο των μεμονωμένων ΑΚΧΑ (μικροεπίπεδα), για να κατανοήσει, αφενός, τον τρόπο με τον οποίο καθορίζονται τα επίπεδα και, αφετέρου, αν η αγορά επιδεικνύει συνεπή συμπεριφορά.

Βασικό πόρισμα 1: Τα περισσότερα ΑΚΧΑ της ΕΕ διατηρούν αποθέματα ρευστότητας πολύ πάνω από τις ελάχιστες απαιτήσεις που ορίζονται στον κανονισμό για τα ΑΚΧΑ

Τα ΑΚΧΑ υιοθετούν ευρύ φάσμα επιπέδων αποθεμάτων ρευστότητας που συνδέονται με την ιδιαίτερη κατάστασή τους, ιδίως την τάση τους να γίνονται αποδέκτες αιτημάτων εξαγοράς μεταβλητού μεγέθους ανάλογα με την επενδυτική βάση τους. Μεταξύ του 1ου τριμήνου του 2020 και του 4ου τριμήνου του 2025, τα ΑΚΧΑ κυμαινόμενης ΚΑΕ διακρατούν κατά μέσο όρο τουλάχιστον 19 % σε ΗΡΠΣ και 29 % σε ΕΡΠΣ, σε σύγκριση με τα κανονιστικά ελάχιστα όρια του 7,5 % και του 15 % αντίστοιχα, ενώ τα ΑΚΧΑ σταθερής ΚΑΕ και τα ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας διατηρούν ακόμη υψηλότερα αποθέματα, που ανέρχονται κατά μέσο όρο στο 36 % σε ΗΡΠΣ και 54 % σε ΕΡΠΣ, σε σύγκριση με τα ελάχιστα κανονιστικά κατώτατα όρια του 10 % και του 30 % αντίστοιχα.

Στον πίνακα 2 παρουσιάζεται η κατανομή των ΗΡΠΣ και ΕΡΠΣ ανά είδος ΑΚΧΑ κατά τη διάρκεια περιόδου έξι ετών. Για παράδειγμα, όσον αφορά την κατανομή των ΕΡΠΣ για τα ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας, το μέσο απόθεμα ήταν 50 %, ενώ τα ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας είχαν μέσο απόθεμα κάτω του 43 % για το 25ο εκατοστημόριο και μέσο απόθεμα 54 % για το 75ο εκατοστημόριο. Τα στοιχεία αυτά δείχνουν ότι η συντριπτική πλειονότητα των ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας (75 %) είχαν μέσο όρο ΕΡΠΣ άνω του 43 %. Παρόμοια πορίσματα μπορούν να παρατηρηθούν και για τις άλλες κατηγορίες ΑΚΧΑ και για τα αντίστοιχα ΗΡΠΣ τους.

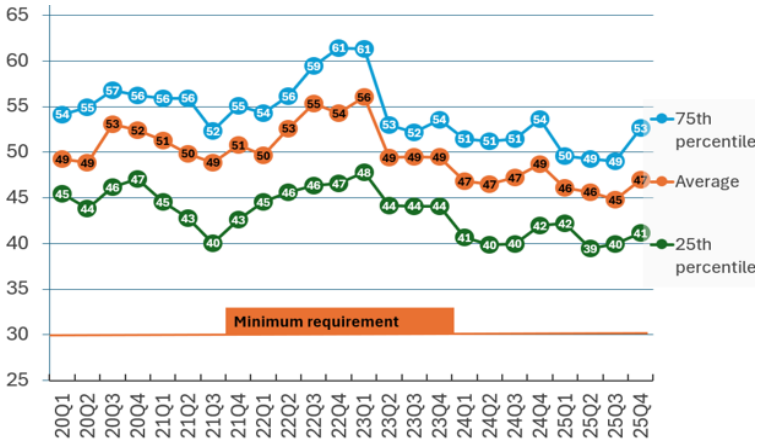
Πίνακας 2: Κατανομή των ΗΡΠΣ και ΕΡΠΣ ανά είδος ΑΚΧΑ κατά τη διάρκεια περιόδου έξι ετών (ως ποσοστό % της ΚΑΕ των ΑΚΧΑ)

		Είδος ΑΚΧΑ			
		ΑΚΧΑ σταθερής ΚΑΕ	**ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας**	**Βραχυπρόθεσμο ΑΚΧΑ κυμαινόμενης ΚΑΕ**	**Πρότυπο ΑΚΧΑ κυμαινόμενης ΚΑΕ**
ΗΡΠΣ	**25ο εκατοστημόριο**	24 %	25 %	11 %	8 %
	Μέσος όρος	40 %	33 %	22 %	15 %
	75ο εκατοστημόριο	53 %	38 %	28 %	18 %
ΕΡΠΣ	**25ο εκατοστημόριο**	41 %	43 %	22 %	16 %
	Μέσος όρος	59 %	50 %	35 %	24 %
	75ο εκατοστημόριο	76 %	54 %	43 %	28 %

Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή με βάση τα στοιχεία της ESMA από το 1ο τρίμηνο του 2020 έως το 4ο τρίμηνο του 2025

Το γεγονός ότι τα περισσότερα ΑΚΧΑ της ΕΕ διατηρούν αποθέματα ρευστότητας πολύ πάνω από τις ελάχιστες απαιτήσεις που ορίζονται στον κανονισμό για τα ΑΚΧΑ εξηγείται από τη γενικά συνετή προσέγγιση που υιοθετούν τα ΑΚΧΑ της ΕΕ, με γνώμονα την ισχυρή εποπτεία, τον έλεγχο από τους επενδυτές (που διευκολύνεται από τις απαιτήσεις διαφάνειας του κανονισμού για τα ΑΚΧΑ) και την αυξημένη ευαισθησία στους κινδύνους φήμης. Η συμπεριφορά αυτή παραμένει σχετικά σταθερή με την πάροδο του χρόνου, με ορισμένες διακυμάνσεις (βλ. διάγραμμα 1 για τα ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας και παράρτημα Ι). Το διάγραμμα 1 δείχνει ότι το χαμηλότερο επίπεδο που παρατηρήθηκε μεταξύ του 2020 και του 2025 ήταν μέσο απόθεμα ρευστότητας της τάξης του 45 %, ενώ το 25ο εκατοστημόριο δεν έπεσε ποτέ κάτω από τον μέσο όρο του 40 % (2ο τρίμηνο του 2025).

Διάγραμμα 1: Τάσεις όσον αφορά την κατανομή των ΕΡΠΣ για τα ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας



Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή με βάση τα στοιχεία της ESMA από το 1ο τρίμηνο του 2020 έως το 4ο τρίμηνο του 2025
Σημείωση: Τάσεις των μέσων ΕΡΠΣ και του 25ου και 75ου εκατοστημορίου των ΕΡΠΣ (ως ποσοστό της ΚΑΕ) στα ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας.

Παρόμοιες τάσεις παρατηρούνται και για άλλες ποσοτικές απαιτήσεις βάσει του κανονισμού για τα ΑΚΧΑ, στοιχείο που υποδηλώνει συνετή προσέγγιση σε ολόκληρο τον τομέα των ΑΚΧΑ. Για παράδειγμα, τα επίπεδα της ΣΜΔΖ παρέμειναν πολύ κάτω από τα ισχύοντα κανονιστικά ανώτατα όρια. Για τα ΑΚΧΑ σταθερής ΚΑΕ, τα ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας και τα βραχυπρόθεσμα ΑΚΧΑ κυμαινόμενης ΚΑΕ, τα μέσα και διάμεσα επίπεδα ΣΜΔΖ κυμαίνονταν γενικά, κατά μέσο όρο, μεταξύ 40 και 65 ημερών, σε σύγκριση με το κανονιστικό ανώτατο όριο των 120 ημερών. Αυτό δείχνει ότι οι ληκτότητες των περιουσιακών στοιχείων είναι, κατά μέσο όρο, δύο έως τρεις φορές μικρότερες από το κανονιστικό όριο, **στοιχείο που καθιστά δυνατή την ταχύτερη εξόφληση και συμβάλλει στην αναπλήρωση των αποθεμάτων ρευστότητας**. Τα πρότυπα ΑΚΧΑ κυμαινόμενης ΚΑΕ παρουσίασαν υψηλότερα επίπεδα ΣΜΔΖ, με μέσα και διάμεσα επίπεδα της τάξης των 110-125 ημερών, πολύ κάτω από το κανονιστικό ανώτατο όριο των 360 ημερών[7].

Βασικό πόρισμα 2: Τα ΑΚΧΑ διατηρούν διαφορετικά επίπεδα αποθεμάτων ρευστότητας λόγω των διαφορετικών χαρακτηριστικών τους που οφείλονται σε ποικίλους βαθμούς δυνητικών κρίσεων ρευστότητας

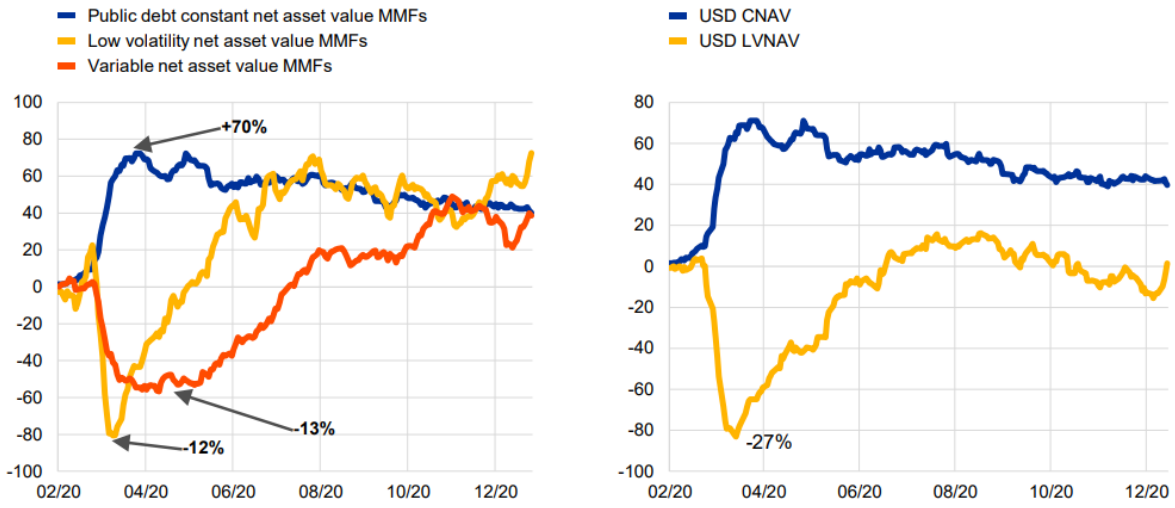
Τα ΑΚΧΑ λειτουργούν εν γένει με αποθέματα που υπερβαίνουν τα ελάχιστα κανονιστικά όρια, παρότι αυτά μπορεί να διαφέρουν. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι τα ΑΚΧΑ έχουν διαφορετικά χαρακτηριστικά, συμπεριλαμβανομένων της κατηγορίας (κυμαινόμενης ΚΑΕ, ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας ή σταθερής ΚΑΕ), του νομίσματος στο οποίο εκφράζονται, της σύνθεσης της επενδυτικής βάσης και των περιπτώσεων χρήσης (βλ. παράρτημα ΙΙ). Ως εκ τούτου, υπόκεινται σε ποικίλους βαθμούς δυνητικών κρίσεων ρευστότητας. Ακόμη και ΑΚΧΑ παρόμοιου είδους και νομίσματος δεν έχουν την ίδια ευπάθεια σε κρίσεις ρευστότητας.

Στο πλαίσιο αυτό, κατά μέσο όρο, τα ΑΚΧΑ αντιμετώπισαν κρίσεις εξαγοράς κατά τη διάρκεια του γεγονότος της αγοράς λόγω της νόσου COVID-19 (βλ. διάγραμμα 2), **οι οποίες ήταν διαχειρίσιμες από τα αποθέματα ρευστότητάς τους**. Το διάγραμμα 2 δείχνει ότι, σε διάστημα ενός μηνός, στα ΑΚΧΑ κυμαινόμενης ΚΑΕ σημειώθηκε απόσυρση της τάξης του 13 %, έναντι ελάχιστου εβδομαδιαίου αποθέματος ρευστότητας 15 %. Τα ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας κατέγραψαν εκροές της τάξης του 12 %, οι οποίες αυξήθηκαν στο 27 % για τα κεφάλαια σε USD, έναντι εβδομαδιαίου

[7] Έκθεση της ESMA σχετικά με τα ΑΚΧΑ (2023) και Crane Data.

αποθέματος ρευστότητας 30 %. Αντιθέτως, τα ΑΚΧΑ σταθερής ΚΑΕ σημείωσαν σημαντικές εισροές κατά την αρχική φάση της πανδημίας COVID-19.

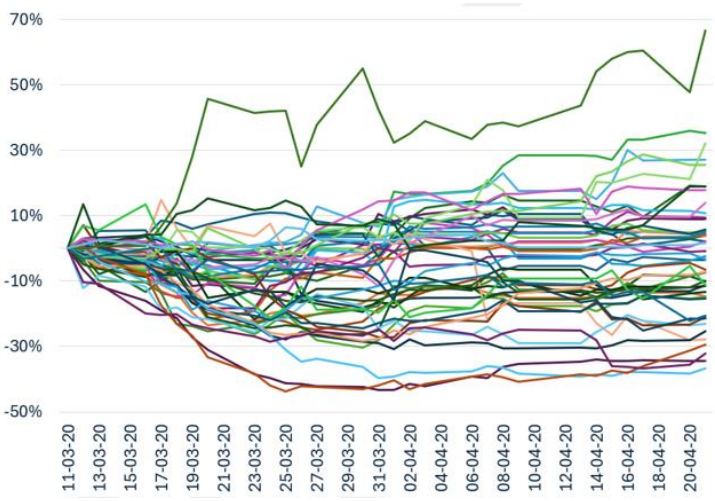
Διάγραμμα 2: Καθαρές σωρευτικές ροές σε ΑΚΧΑ κατά την έναρξη του γεγονότος της αγοράς λόγω της νόσου COVID-19



Πηγές: Έκθεση του ΕΣΣΚ, Ιούλιος 2021, Issues note on systemic vulnerability of and preliminary policy considerations to reform money market funds (Ενημερωτικό σημείωμα θεμάτων για τις συστημικές ευπάθειες και τις προκαταρκτικές εκτιμήσεις πολιτικής για τη μεταρρύθμιση των αμοιβαίων κεφαλαίων της χρηματαγοράς)
Σημείωση: Καθαρές σωρευτικές ημερήσιες ροές κατανεμημένες ανά είδος ΑΚΧΑ και εκφρασμένες σε δισεκατομμύρια ευρώ (άξονας των y). Οι θετικές τιμές δηλώνουν καθαρές εγγραφές, ενώ οι αρνητικές τιμές δηλώνουν καθαρές εξαγορές. Τα ποσοστά δείχνουν τις ροές κεφαλαίων σε σχέση με την καθαρή αξία ενεργητικού κάθε είδους κεφαλαίου.

Όσον αφορά τα ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας σε USD, αντιμετώπισαν σημαντικό κλυδωνισμό εξαγοράς κατά τη διάρκεια του γεγονότος της αγοράς λόγω της νόσου COVID-19. Ωστόσο, ο αντίκτυπος ήταν εξαιρετικά ανομοιογενής μεταξύ της συγκεκριμένης ομάδας ΑΚΧΑ, με το 6 % να αντιμετωπίζει σωρευτικές καθαρές εκροές που υπερέβαιναν το 30 %, ενώ το 10 % δεν αντιμετώπισε καμία εξαγορά. Μεταξύ αυτών των δύο άκρων, παρατηρήθηκαν διάφορα ενδιάμεσα επίπεδα εισροών ή εκροών, όπως φαίνεται στο διάγραμμα 3. Οι γραμμές αντιπροσωπεύουν τις σωρευτικές καθαρές ροές μεμονωμένων ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας σε USD κατά τη διάρκεια περίπου πέντε εβδομάδων από το γεγονός της αγοράς λόγω της νόσου COVID-19.

Διάγραμμα 3: Σωρευτικές ροές μεμονωμένων ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας σε USD κατά τη διάρκεια του γεγονότος της αγοράς λόγω της νόσου COVID-19



Πηγές: Crane Data και ΕΑΑ.
Σημείωση: Κάθε γραμμή αντιπροσωπεύει τις καθαρές σωρευτικές ροές ως ποσοστό της ΚΑΕ (άξονας των y) ενός ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας σε USD με ΚΑΕ άνω του 1 δισ. EUR. Οι θετικές τιμές δηλώνουν καθαρές εγγραφές, ενώ οι αρνητικές τιμές δηλώνουν καθαρές εξαγορές. Τα παραδείγματα αυτά δείχνουν ότι, παρόλο που τα ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας σε USD αντιμετώπισαν σημαντικές εξαγορές κατά τη διάρκεια του γεγονότος της αγοράς λόγω της νόσου COVID-19, ο αντίκτυπος σε αυτά ήταν ανομοιογενής μεταξύ του συγκεκριμένου είδους ΑΚΧΑ.

2.2 Πώς ανταποκρίνονται τα ΑΚΧΑ στα αιτήματα εξαγοράς

Οι ακραίες συνθήκες της αγοράς, για παράδειγμα κατά τη διάρκεια των γεγονότων της αγοράς λόγω της πανδημίας COVID-19 και σε σχέση με τα κεφάλαια που πραγματοποιούν επενδύσεις με γνώμονα τις υποχρεώσεις (στο εξής: LDI), παρέχουν πολύτιμες πληροφορίες σχετικά με τη δυναμική της διαχείρισης ρευστότητας υπό τέτοιες συνθήκες. Η Επιτροπή ανέλυσε την ικανότητα των ΑΚΧΑ να αναπληρώνουν τα αποθέματα ρευστότητας, μεταξύ άλλων σε ακραίες συνθήκες της αγοράς. Αξιοποιώντας εκτεταμένα σύνολα δεδομένων, η παρούσα ανάλυση επικεντρώθηκε σε δύο επίπεδα: 1) στη συνολική αγορά· και 2) σε διεξοδικότερη εξέταση των ΑΚΧΑ που αντιμετώπισαν τις σοβαρότερες κρίσεις ρευστότητας.

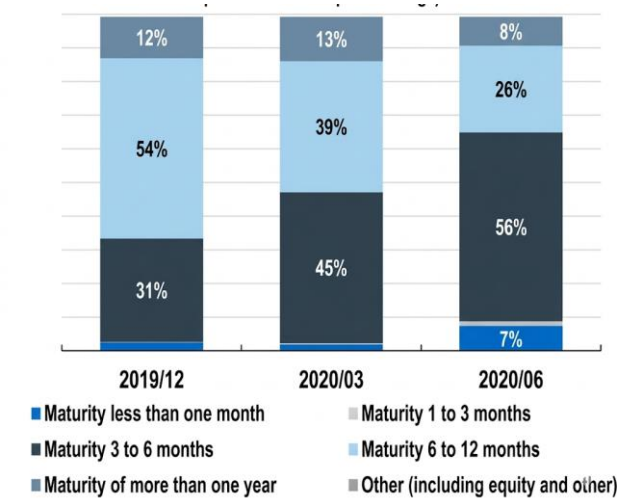
Βασικό πόρισμα 3: Τα ΑΚΧΑ είναι σε θέση να αναπληρώσουν τα αποθέματα ρευστότητάς τους υπό ισχυρή πίεση εξαγοράς, μεταξύ άλλων και σε ακραίες συνθήκες της αγοράς

Υπό κανονικές συνθήκες της αγοράς, τα ΑΚΧΑ συνήθως διατηρούν και αναπληρώνουν τα αποθέματα ρευστότητάς τους μέσω «μηχανικών χειρισμών». Αυτό επιτυγχάνεται όχι μόνο μέσω διαδοχικών κύκλων πωλήσεων περιουσιακών στοιχείων υψηλής ποιότητας με βραχυπρόθεσμη ληκτότητα (εμπορικών χρεογράφων / πιστοποιητικών καταθέσεων / έντοκων γραμματίων του δημοσίου[8]) που πλησιάζουν στη λήξη τους και της επανεπένδυσης των μετρητών σε νέα περιουσιακά στοιχεία με βραχυπρόθεσμη ληκτότητα, αλλά και μέσω συναλλαγών στη δευτερογενή αγορά και μέσω της χρήσης εξασφαλισμένης χρηματοδότησης διάρκειας μίας ημέρας (π.χ. συμφωνίες αγοράς και επαναπώλησης) με μέγεθος που μπορεί να αυξάνεται ή να μειώνεται σε καθημερινή βάση. Η διαδικασία αυτή ρυθμίζεται και εποπτεύεται με βάση τις αυστηρές απαιτήσεις ληκτότητας του κανονισμού για τα ΑΚΧΑ, ιδίως τη ΣΜΔΖ, η οποία περιορίζει τη μέση ληκτότητα των περιουσιακών στοιχείων των ΑΚΧΑ συνολικά και περιορίζει τη ληκτότητα για κάθε περιουσιακό στοιχείο χωριστά (βλ. πίνακα 1).

Σε ακραίες συνθήκες της αγοράς, η «αναπλήρωση» των ΑΚΧΑ στρέφεται από τους μηχανικούς στους «αμυντικούς χειρισμούς». Καθώς οι εξαγορές επιταχύνονται και η ρευστότητα στη δευτερογενή αγορά επιδεινώνεται, οι διαχειριστές ΑΚΧΑ επιταχύνουν ενεργά τη δημιουργία ταμειακών διαθεσίμων ρευστοποιώντας τις διακρατήσεις και μειώνουν την έκθεση στις αγοραίες τιμές (βλ. διάγραμμα 4). Για να το επιτύχουν αυτό, προσαρμόζουν τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου ώστε να μειώσουν τη ΣΜΛ (ευαισθησία στην αγοραία τιμή) και τη ΣΜΔΖ (μέση ληκτότητα)[9], συγκεντρώνοντας τις επανεπενδύσεις στα ομόλογα με τη μεγαλύτερη ρευστότητα και τη μικρότερη διάρκεια. Αυτό παρέχει στα ΑΚΧΑ τη δυνατότητα να αυξήσουν τον ρυθμό με τον οποίο αποκαθίστανται τα αποθέματα ρευστότητας. Στο διάγραμμα 3 παρουσιάζεται η εξέλιξη των χαρτοφυλακίων ομολόγων των ΑΚΧΑ πριν και κατά την έναρξη της πανδημίας COVID-19. Αυτό δείχνει ότι, σε ολόκληρο τον τομέα, το ποσοστό των ομολόγων με μικρότερη διάρκεια (3-6 μήνες) στο χαρτοφυλάκιο σχεδόν διπλασιάστηκε από τον Δεκέμβριο του 2019 έως τον Ιούνιο του 2020.

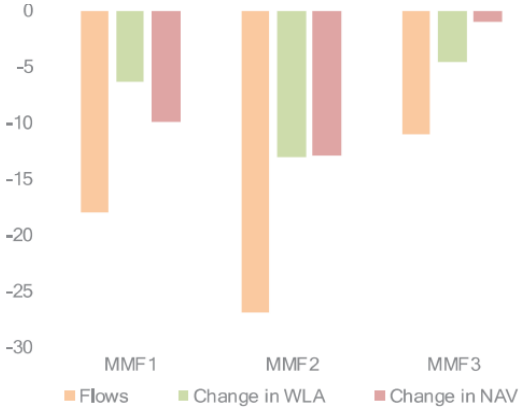
[8] Τα ΑΚΧΑ επενδύουν σε βραχυπρόθεσμα μέσα, όπως τα εμπορικά χρεόγραφα, τα πιστοποιητικά καταθέσεων και τα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου, ώστε να παρέχουν στους επενδυτές ρευστές αποδόσεις χαμηλού κινδύνου.
[9] Ο κίνδυνος αγοράς είναι ανάλογος προς τη διάρκεια των ομολόγων. Με τη συντόμευση της ληκτότητας των ομολόγων που διακρατούνται στα χαρτοφυλάκια των ΑΚΧΑ, τα χαρτοφυλάκια αυτά είναι λιγότερο εκτεθειμένα σε κίνδυνο αγοράς κατά τη μετατροπή ομολόγων σε μετρητά σε συντομότερο χρονικό διάστημα.

Διάγραμμα 4: Εξέλιξη της σύνθεσης του χρέους των ΑΚΧΑ



Πηγή: EFAMA, European MMFs in the Covid-19 market turmoil (Τα ευρωπαϊκά ΑΚΧΑ κατά την αναταραχή της αγοράς λόγω της νόσου Covid-19), Νοέμβριος 2020
Σημείωση: Κατανομή των χρεών κατά ληκτότητα στο χαρτοφυλάκιο ΑΚΧΑ, εκφρασμένη ως ποσοστό του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων των ΑΚΧΑ

Διάγραμμα 5: Αντιστάθμιση μεταξύ ΕΡΠΣ και απόκλισης ΚΑΕ



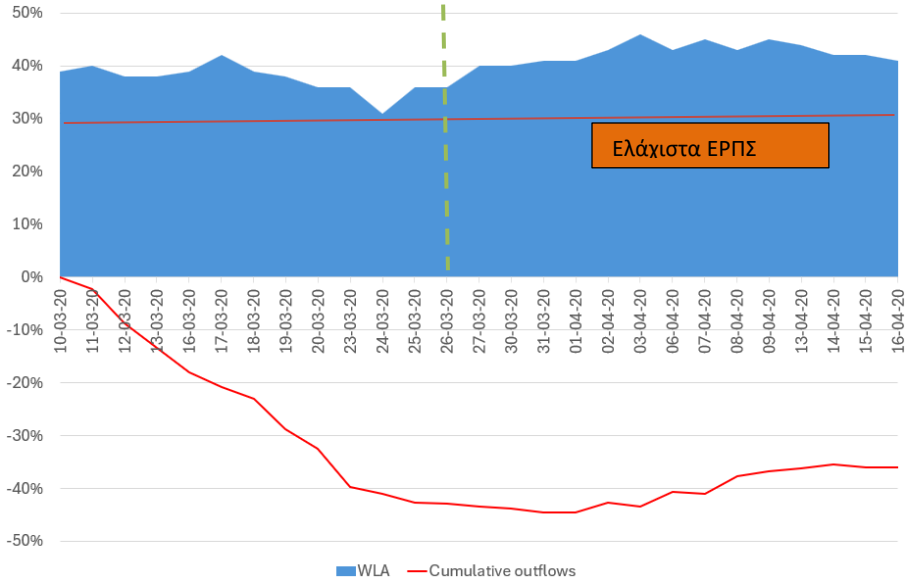
Πηγή: Έκθεση της ESMA, Vulnerabilities in money market funds (Ευπάθειες των αμοιβαίων κεφαλαίων της χρηματαγοράς), 2021
Σημείωση: Καθαρές ροές 7 ημερών, ΕΡΠΣ ως ποσοστό της ΚΑΕ και απόκλιση ΚΑΕ (σε μονάδες βάσης), στις 25 Μαρτίου 2020

Στο επίπεδο των μεμονωμένων ΑΚΧΑ, από την ανάλυση των κεφαλαίων που αντιμετώπισαν μεγάλα αιτήματα εξαγοράς αναδείχθηκε παρόμοια τάση: τα κεφάλαια αυτά έδωσαν προτεραιότητα στη διατήρηση της ρευστότητας και, αφού προέβησαν σε ανάληψη των αποθεμάτων ρευστότητάς τους, μπόρεσαν να τα ανασυστήσουν γρήγορα (βλ. διάγραμμα 6 για απεικόνιση και παράρτημα Ι). Συνολικά, οι κλυδωνισμοί εξαγοράς που αντιμετώπισαν τα επιμέρους ΑΚΧΑ ήταν μικρότεροι από το ποσό των αποθεμάτων ρευστότητας που διατηρούνταν, στοιχείο που επέτρεψε στα αμοιβαία κεφάλαια να ανταποκριθούν γρήγορα στα αιτήματα εξαγοράς. Στο διάγραμμα 6 παρουσιάζεται το παράδειγμα ενός ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας που αντιμετώπισε ακραίο σενάριο εξαγοράς και ο τρόπος με τον οποίο διατήρησε τα εβδομαδιαία αποθέματα ρευστότητας πάνω από τα κανονιστικά ελάχιστα όρια κατά την περίοδο αναφοράς. Παρά τις εκροές της τάξης του 45 % κατά τη διάρκεια της περιόδου, τα ΕΡΠΣ δεν έπεσαν κάτω από το 30 %[10].

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι τα ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας διατήρησαν τα αποθέματα ΕΡΠΣ είτε μέσω απόσβεσης χαρτοφυλακίου είτε μέσω πωλήσεων περιουσιακών στοιχείων, σε ένα πλαίσιο ευρύτερων αποκλίσεων μεταξύ της τιμής αγοράς και της τιμής πώλησης. Αυτό μπορεί να προκάλεσε αποκλίσεις ΚΑΕ, ιδίως όταν πωλήθηκαν λιγότερο ρευστά περιουσιακά στοιχεία, όπως εμπορικά χρεόγραφα και πιστοποιητικά καταθέσεων. Αυτές οι αποκλίσεις ΚΑΕ απεικονίζονται στο διάγραμμα 5. Ως εκ τούτου, η διατήρηση αποθεμάτων ΕΡΠΣ ενδέχεται να απαιτούσε την πώληση λιγότερο ρευστών περιουσιακών στοιχείων, πράγμα που συντελεί σε αποκλίσεις ΚΑΕ.

[10] Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η παρέμβαση των κεντρικών τραπεζών στις αγορές εμπορικών χρεογράφων στήριξε επίσης τον τομέα, συμβάλλοντας στην αποτροπή περαιτέρω επιπτώσεων για τα ΑΚΧΑ που βρίσκονταν υπό πίεση.

Διάγραμμα 6: Παράδειγμα του χειρότερου σεναρίου για ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας στο πλαίσιο έντονης κρίσης ρευστότητας



Πηγές: Crane Data και ΕΑΑ.

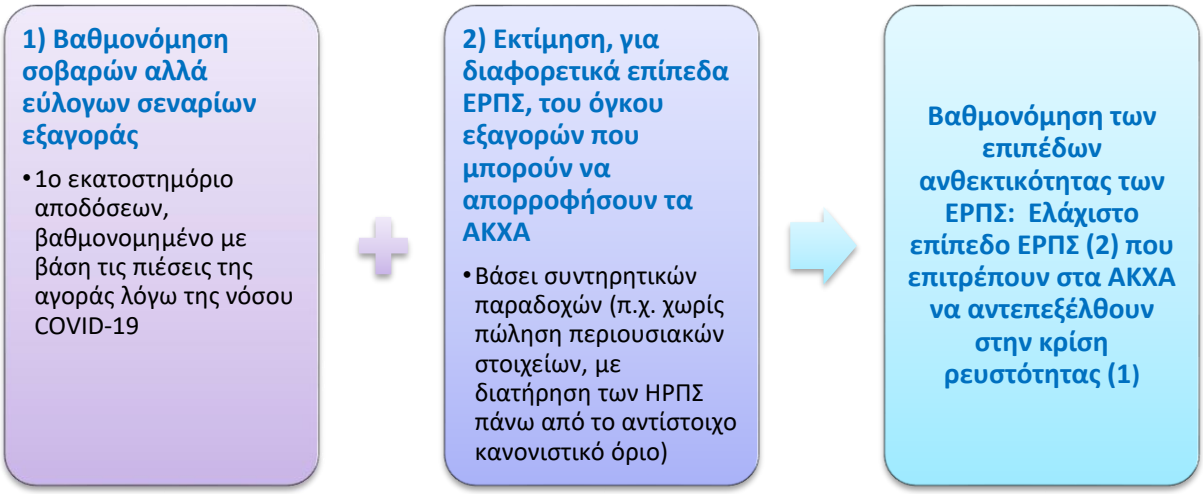
Σημείωση: Παράδειγμα ενός ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας που αντιμετωπίζει πολύ σημαντικές εκροές, όπου παρουσιάζεται ο αντίκτυπος στα ΕΡΠΣ και η επακόλουθη αποκατάσταση της ρευστότητας. Βλ. άλλα παραδείγματα στο παράρτημα Ι.

3 ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ ΚΑΤΑΛΛΗΛΩΝ ΕΠΙΠΕΔΩΝ ΑΝΘΕΚΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΧΑ

Στην παρούσα ενότητα εξετάζεται η ανθεκτικότητα του τομέα των ΑΚΧΑ της ΕΕ σε σημαντικές αυξήσεις των αιτημάτων εξαγοράς. Όπως αναλύθηκε στις προηγούμενες ενότητες, τα αποθέματα ρευστότητας διαδραματίζουν καίριο ρόλο στην κάλυψη των αιτημάτων εξαγοράς, ιδίως σε περιόδους κατά τις οποίες οι βραχυπρόθεσμες αγορές ενδέχεται να μην έχουν ρευστότητα. Για τη διενέργεια αυτής της ανάλυσης, η Επιτροπή υπολόγισε το ελάχιστο επίπεδο των ΕΡΠΣ (στο εξής: επίπεδο ανθεκτικότητας των ΕΡΠΣ), το οποίο, εάν διατηρείται από τα ΑΚΧΑ, θα τους επιτρέπει να εξυπηρετούν ισχυρά αιτήματα εξαγοράς, διατηρώντας παράλληλα τα ΗΡΠΣ πάνω από το κανονιστικό ελάχιστο επίπεδο.

Η μεθοδολογία συνοψίζεται κατωτέρω και τα αντίστοιχα στοιχεία παρουσιάζονται στο παράρτημα ΙΙΙ.

Βασικά στάδια της μεθοδολογίας που χρησιμοποιήθηκε για τη βαθμονόμηση του επιπέδου ανθεκτικότητας των ΕΡΠΣ



Βασικό πόρισμα 4: Για την αντιμετώπιση ακραίων συνθηκών της αγοράς, τα επίπεδα ανθεκτικότητας των ΕΡΠΣ της τάξης του 40 % για τα ΑΚΧΑ σταθερής ΚΑΕ και του 20 % για τα ΑΚΧΑ κυμαινόμενης ΚΑΕ είναι γενικά επαρκή.

Από την παρούσα ανάλυση προκύπτει ότι τα επίπεδα ανθεκτικότητας των ΕΡΠΣ της τάξης του 40 % για τα ΑΚΧΑ σταθερής ΚΑΕ και του 20 % για τα ΑΚΧΑ κυμαινόμενης ΚΑΕ είναι γενικά επαρκή για την αντιμετώπιση ακραίων συνθηκών της αγοράς (βλ. επίσης παράρτημα ΙΙΙ). Ειδικότερα, η διακράτηση ΕΡΠΣ στα εν λόγω επίπεδα ανθεκτικότητας ή πάνω από αυτά θα επέτρεπε στα ΑΚΧΑ της ΕΕ να αντεπεξέλθουν σε σοβαρούς κλυδωνισμούς εξαγοράς χωρίς έκτακτες εκποιήσεις περιουσιακών στοιχείων, διατηρώντας παράλληλα τα ΗΡΠΣ πάνω από τα κανονιστικά ελάχιστα όρια. Η διατήρηση των ΗΡΠΣ πάνω από το ελάχιστο όριο συμβάλλει στη διασφάλιση άμεσης ρευστότητας για εξαγορές, ιδίως σε περιόδους ακραίων συνθηκών κατά τις οποίες τα ΑΚΧΑ ενδέχεται να αντιμετωπίσουν εξαγορές επί αρκετές διαδοχικές ημέρες.

Αυτό σημαίνει ότι, **από την άποψη του συνόλου της αγοράς**, η ομοιόμορφη εφαρμογή αυτών των επιπέδων ανθεκτικότητας θα ενισχύσει την ικανότητα των ΑΚΧΑ της ΕΕ να αντεπεξέρχονται σε ακραίες συνθήκες της αγοράς και να μετριάζουν τη διάδοση κλυδωνισμών στο υπόλοιπο χρηματοπιστωτικό σύστημα και στην οικονομία.

Ως εκ τούτου, η Επιτροπή πιστεύει ότι αυτά τα επίπεδα ανθεκτικότητας των ΕΡΠΣ θα μπορούσαν να χρησιμεύσουν ως πρακτικά σημεία αναφοράς για τη διαχείριση του κινδύνου ρευστότητας. Από

εποπτική άποψη, θα μπορούσαν επίσης να λειτουργούν ως δείκτες έγκαιρης προειδοποίησης, αποτελώντας το έναυσμα για στενότερη παρακολούθηση ή ενισχυμένη εποπτική δραστηριότητα από τις ΕΑΑ, όταν τα ΑΚΧΑ λειτουργούν σταθερά κάτω από τα καθορισμένα επίπεδα ανθεκτικότητας. Συνεπώς, τα εν λόγω **επίπεδα ανθεκτικότητας των ΕΡΠΣ θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν για τον εντοπισμό καταστάσεων που χρήζουν περαιτέρω προσοχής από τους διαχειριστές ΑΚΧΑ, ιδίως τις ομάδες διαχείρισης κινδύνου τους, και ενισχυμένης εποπτικής συνεργασίας των αρμόδιων ΕΑΑ με τους διαχειριστές ΑΚΧΑ.**

Θα πρέπει να τονιστεί ότι πολλά ΑΚΧΑ δεν είναι πιθανό να αντιμετωπίσουν κλυδωνισμούς εξαγοράς του μεγέθους που χρησιμοποιείται για τη βαθμονόμηση των επιπέδων ανθεκτικότητας των ΕΡΠΣ. Όπως προκύπτει από την παρούσα έκθεση, τα ΑΚΧΑ δεν είναι ομοιογενή· η προδιάθεσή τους για την αντιμετώπιση κρίσεων ρευστότητας εξαρτάται από τα ειδικά χαρακτηριστικά και την επενδυτική βάση τους. Επιπλέον, η βαθμονόμηση των επιπέδων ανθεκτικότητας των ΕΡΠΣ βασίζεται σε συντηρητικές παραδοχές, ιδίως στην παραδοχή ότι τα ΗΡΠΣ δεν χρησιμοποιούνται άπαξ και φτάσουν στο ελάχιστο κανονιστικό επίπεδο.

Ως εκ τούτου, **το να τεθούν τα προσδιορισθέντα επίπεδα ανθεκτικότητας των ΕΡΠΣ ως νέα δεσμευτικά κανονιστικά ελάχιστα όρια δεν είναι αναλογικό, δεδομένης της ανομοιογένειας του τομέα των ΑΚΧΑ και των ειδών κεφαλαίων (βασικό πόρισμα 2).** Αντ' αυτού, η Επιτροπή θεωρεί ότι τα εν λόγω επίπεδα ανθεκτικότητας των ΕΡΠΣ μπορούν να χρησιμεύσουν ως δείκτες αναφοράς για την εποπτεία και τη διαχείριση κινδύνων, στηρίζοντας τους διαχειριστές ΑΚΧΑ και τις ΕΑΑ στον εντοπισμό καταστάσεων που ενδέχεται να απαιτούν στενότερη παρακολούθηση και ενισχυμένη εποπτική δραστηριότητα.

4 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

Σκοπός των πορισμάτων της παρούσας έκθεσης είναι να χρησιμεύσουν ως βάση για τη βελτίωση της διαχείρισης ρευστότητας από τους διαχειριστές ΑΚΧΑ και της εποπτείας των ΑΚΧΑ από τις ΕΑΑ. Τα πορίσματα στην ενότητα 2 δείχνουν ότι τα επίπεδα ρευστότητας σε ολόκληρο τον τομέα ποικίλλουν, παρότι εν γένει υπερβαίνουν κατά πολύ τα ελάχιστα κανονιστικά όρια του κανονισμού για τα ΑΚΧΑ. Επιπλέον, ο τομέας των ΑΚΧΑ συνολικά διαχειρίστηκε τους κινδύνους ρευστότητας με υπεύθυνο τρόπο, τόσο σε συνεχή βάση όσο και σε περιόδους ακραίων συνθηκών της αγοράς.

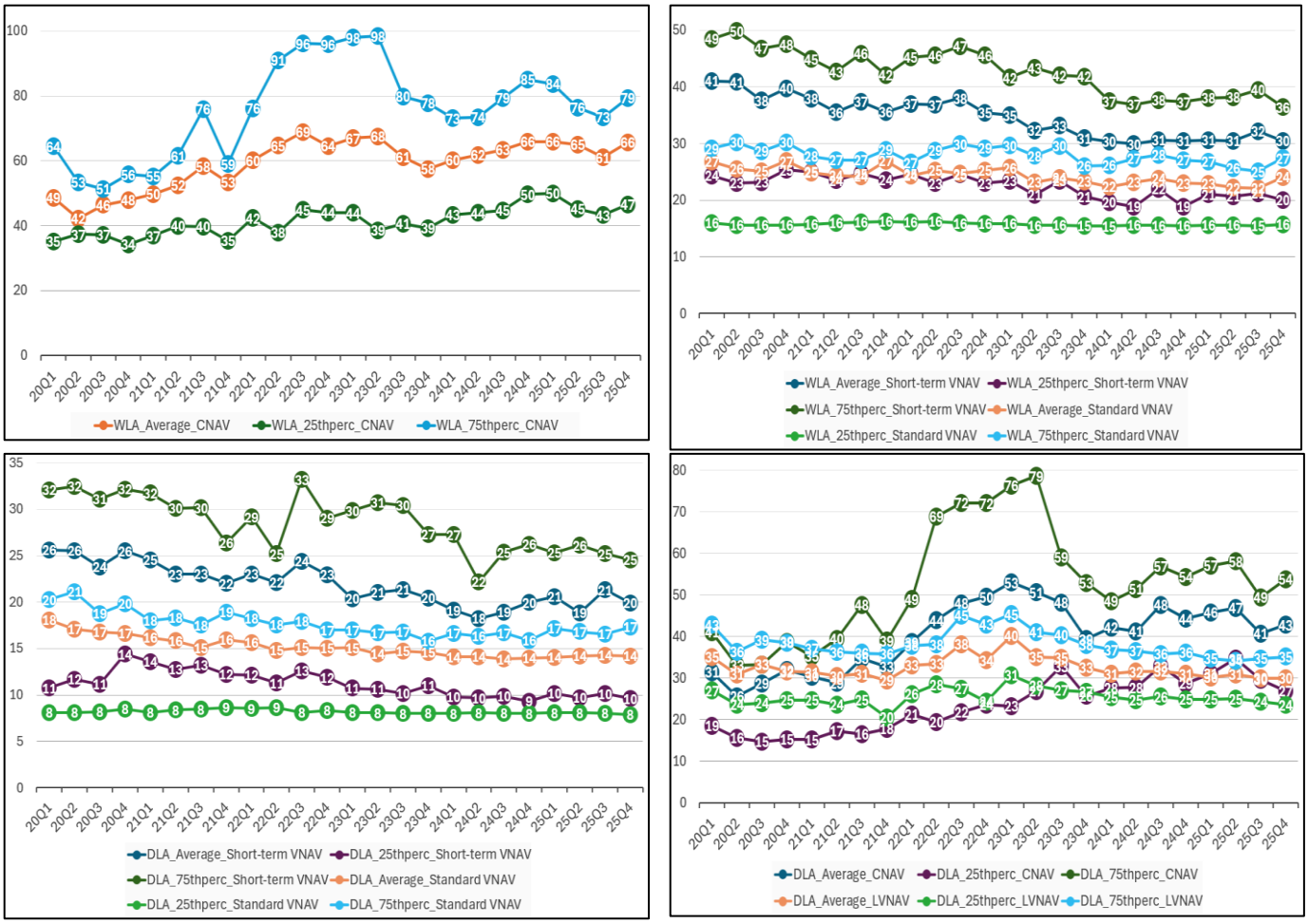
Τα πορίσματα στην ενότητα 3 δείχνουν ότι τα προσδιορισθέντα επίπεδα ανθεκτικότητας των ΕΡΠΣ μπορούν να χρησιμεύσουν ως σημεία αναφοράς για την εποπτεία και τη διαχείριση κινδύνου ρευστότητας, κάτω από τα οποία θα πρέπει να αυξάνεται εποικοδομητικά η ένταση του ελέγχου στο πλαίσιο των λειτουργιών διαχείρισης κινδύνου των ΑΚΧΑ και των διαχειριστών τους και να ενισχύονται ο εποπτικός έλεγχος και οι εποπτικές δραστηριότητες των ΕΑΑ, προκειμένου να διασφαλίζεται η ανθεκτικότητα σε ολόκληρη την αγορά.

5 ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι: ΕΠΙΠΕΔΑ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

5.1 Στατιστικά στοιχεία σχετικά με τα επίπεδα αποθεμάτων ρευστότητας

Το διάγραμμα Ι.1 παρουσιάζει στατιστικά στοιχεία σχετικά με τα επίπεδα αποθεμάτων ρευστότητας, καταδεικνύοντας, αφενός, ότι τα ΑΚΧΑ διατηρούν τη ρευστότητα πάνω από τα κανονιστικά ελάχιστα όρια και, αφετέρου, τον τρόπο με τον οποίο τα επίπεδα αυτά μεταβάλλονται με την πάροδο του χρόνου.

Διάγραμμα Ι.1: Επίπεδα ΕΡΠΣ και ΗΡΠΣ

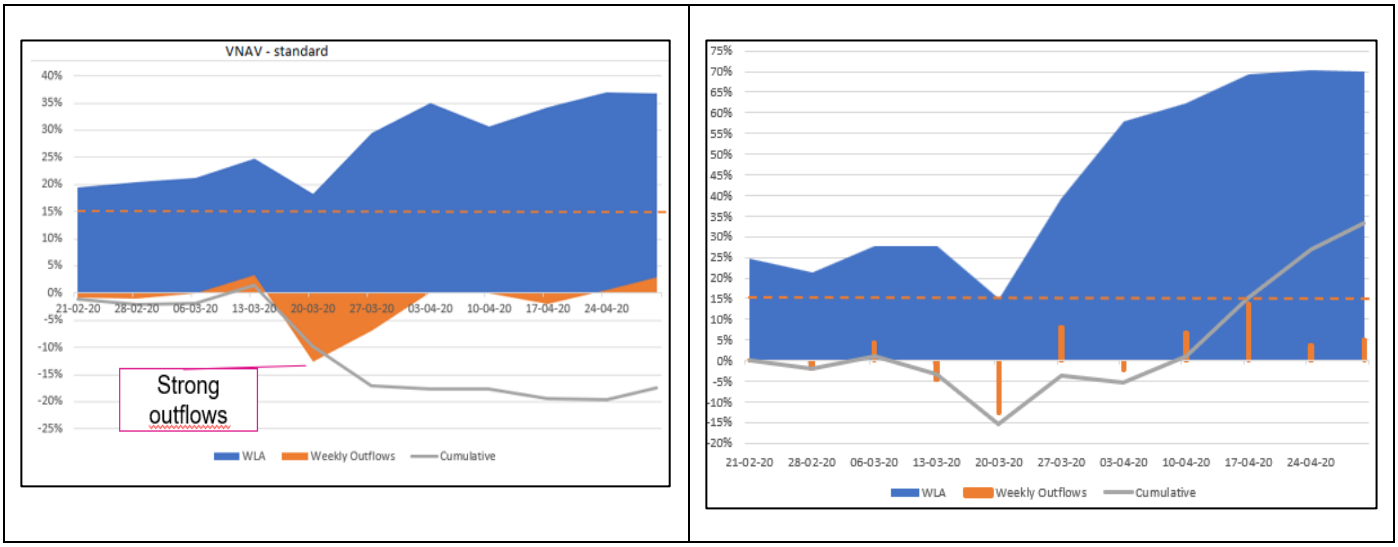


Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή με βάση τα στοιχεία της ESMA από το 1ο τρίμηνο του 2020 έως το 4ο τρίμηνο του 2025
Σημείωση: Τάσεις των μέσων ΕΡΠΣ και του 25ου και 75ου εκατοστημορίου των ΕΡΠΣ (ως ποσοστό της ΚΑΕ) στα ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας.

5.2 Παραδείγματα ΑΚΧΑ που αντιμετωπίζουν έντονους κλυδωνισμούς εξαγοράς

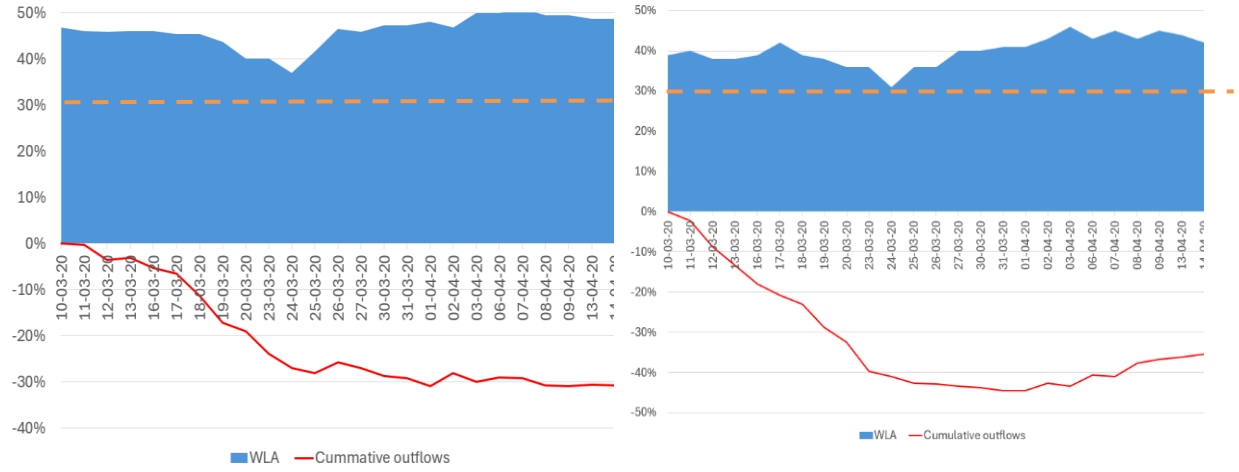
Η αναπλήρωση των αποθεμάτων ρευστότητας αναλύθηκε με εστίαση στο χαμηλότερο 10 % των κεφαλαίων που υπέστησαν τις μεγαλύτερες εκροές. Η ανάλυση βασίστηκε σε εποπτικά δεδομένα από τις ΕΑΑ, άλλες πηγές δεδομένων, ανακοινώσεις κεφαλαίων σχετικά με τη διαχείριση ρευστότητας υπό ακραίες συνθήκες της αγοράς και μεταβολές της σύνθεσης του χαρτοφυλακίου. Αναδείχθηκε μια σταθερή τάση: ακόμη και μεταξύ των κεφαλαίων που επλήγησαν περισσότερο, τα ΑΚΧΑ ήταν σε θέση να ανασυστήσουν τα αποθέματα ρευστότητάς τους εντός σχετικά σύντομου χρονικού διαστήματος μετά το επεισόδιο ακραίων καταστάσεων.

Διάγραμμα Ι.2: Παραδείγματα αναπλήρωσης αποθεμάτων ρευστότητας δύο ΑΚΧΑ κυμαινόμενης ΚΑΕ στο πλαίσιο μεγάλων αιτημάτων εξαγοράς



Πηγές: Crane Data και ΕΑΑ.
Σημείωση: Παράδειγμα δύο ΑΚΧΑ κυμαινόμενης ΚΑΕ που αντιμετωπίζουν σημαντικές εκροές, όπου παρουσιάζεται ο αντίκτυπος στα ΕΡΠΣ και η επακόλουθη ανασύσταση των αποθεμάτων ρευστότητας. Το ελάχιστο επίπεδο του 15 % εμφανίζεται ως διακεκομμένη γραμμή.

Διάγραμμα Ι.3: Αναπλήρωση αποθεμάτων ρευστότητας στο πλαίσιο μεγάλων αιτημάτων εξαγοράς



Πηγές: Crane Data και ΕΑΑ.
Σημείωση: Παράδειγμα δύο ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας που αντιμετωπίζουν σημαντικές εκροές, όπου παρουσιάζεται ο αντίκτυπος στα ΕΡΠΣ και η επακόλουθη ανασύσταση των αποθεμάτων ρευστότητας. Το ελάχιστο επίπεδο του 30 % εμφανίζεται ως διακεκομμένη γραμμή.

6 ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙ: ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΕ ΑΚΡΑΙΕΣ ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

6.1 Οι πιέσεις στην αγορά κατά την έναρξη της πανδημίας COVID-19

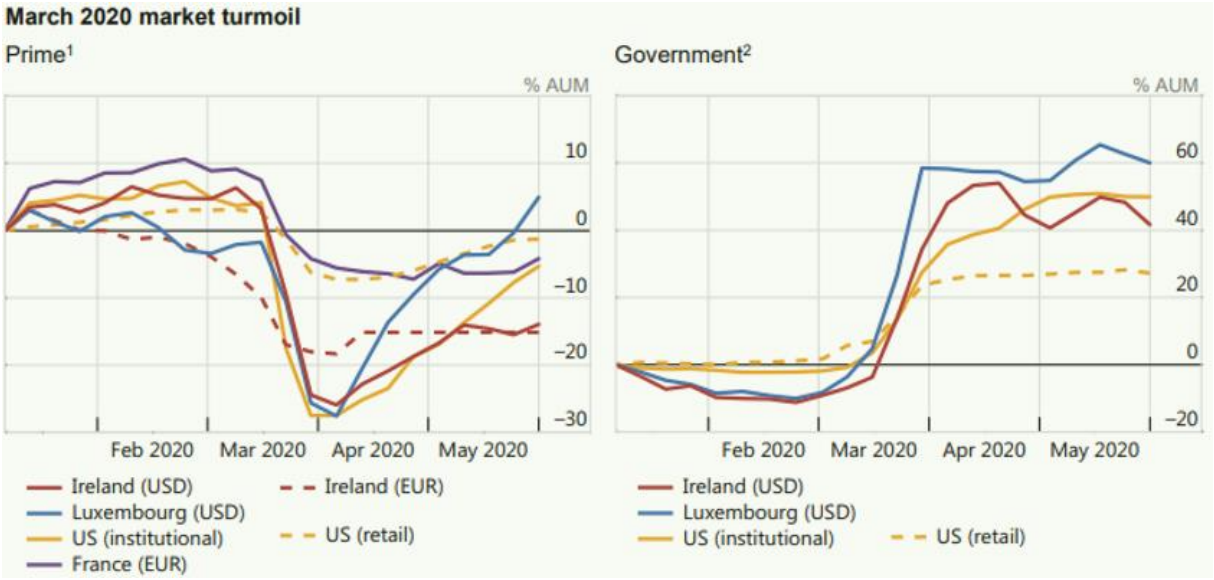
6.1.1 Συνολικός αντίκτυπος στην αγορά

Τα γεγονότα της αγοράς που προκλήθηκαν από την πανδημία COVID-19 άρχισαν να εκτυλίσσονται τον Φεβρουάριο του 2020, καθώς εντάθηκαν οι ανησυχίες σχετικά με την παγκόσμια εξάπλωση του ιού και οι χρηματοπιστωτικές αγορές άρχισαν να ανατιμούν τον κίνδυνο. Ωστόσο, ο αντίκτυπός της στα ΑΚΧΑ επήλθε κυρίως στα μέσα Μαρτίου του 2020 και συνεχίστηκε έως τον Ιούνιο του 2020, οπότε παρατηρήθηκαν ακραίες συνθήκες στην αγορά.

Κατά τη διάρκεια περιόδου 15 ημερών που ξεκίνησε από τα μέσα Μαρτίου, οι επενδυτές σε ορισμένα ΑΚΧΑ αύξησαν τη ζήτησή τους για ρευστότητα, ιδίως από ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας εκφρασμένα σε USD, τα οποία αντιμετώπισαν σημαντικές πιέσεις εξαγοράς (περίπου 18 % και 30 % των εν λόγω τμημάτων της αγοράς).

Τα ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας σε USD σημείωσαν τις μεγαλύτερες και πιο παρατεταμένες εκροές από όλα τα ευρωπαϊκά βραχυπρόθεσμα ΑΚΧΑ κατά τις πρώτες εβδομάδες του Μαρτίου του 2020. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι, πέραν των εξαγορών που συνδέονταν με ταμειακές ανάγκες, οι επενδυτές στράφηκαν σε ΑΚΧΑ σταθερής ΚΑΕ δημόσιου χρέους στην ΕΕ.

Διάγραμμα ΙΙ.1: Σωρευτικές ροές ΑΚΧΑ το 2020



Πηγή: ΣΧΣ, Policy proposals to enhance MMF resilience (Προτάσεις πολιτικής για την ενίσχυση της ανθεκτικότητας των ΑΚΧΑ), Οκτώβριος 2021.

6.1.2 Άνισες επιπτώσεις και αντιδράσεις μεταξύ των ΑΚΧΑ

Το μέγεθος των αιτημάτων εξαγοράς και η συμπεριφορά των επενδυτών υπό κανονικές και ακραίες συνθήκες διαφέρουν σημαντικά μεταξύ των ΑΚΧΑ. Οι αντιδράσεις και οι συμπεριφορές καθοδηγούνται από διάφορους παράγοντες, κυρίως από την επενδυτική βάση και εντός της επενδυτικής βάσης, καθώς και από την περίπτωση χρήσης των επενδύσεών τους (βλ. κατωτέρω), το μέγεθος των βασικών επενδυτών και το μείγμα επενδυτών. Άλλοι καθοριστικοί παράγοντες είναι το είδος του ΑΚΧΑ (κυμαινόμενης ΚΑΕ, ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας, σταθερής ΚΑΕ).

Παρότι η ταξινόμηση των κεφαλαίων και το νόμισμα σαφώς αποτελούν σημαντικούς καθοριστικούς παράγοντες, ακόμη και πολύ παρόμοιες κατηγορίες αντιμετώπισαν πολύ διαφορετικούς κλυδωνισμούς κατά τη διάρκεια της περιόδου της κρίσης λόγω της νόσου COVID-19 και πέραν αυτής. Οι διαφορές αυτές παρουσιάζονται στο διάγραμμα 3.

Τα διαγράμματα 2 και 3 δείχνουν ότι, συνολικά, τα ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας σε USD αντιμετώπισαν σημαντικό κλυδωνισμό εξαγοράς στην αρχή της πανδημίας COVID-19. Ωστόσο, ο αντίκτυπος ήταν πολύ ανομοιογενής μεταξύ κεφαλαίων. Λιγότερο από το 6 % των ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας αντιμετώπισαν σωρευτικές εκροές που υπερέβαιναν το 30 % της ΚΑΕ τους.

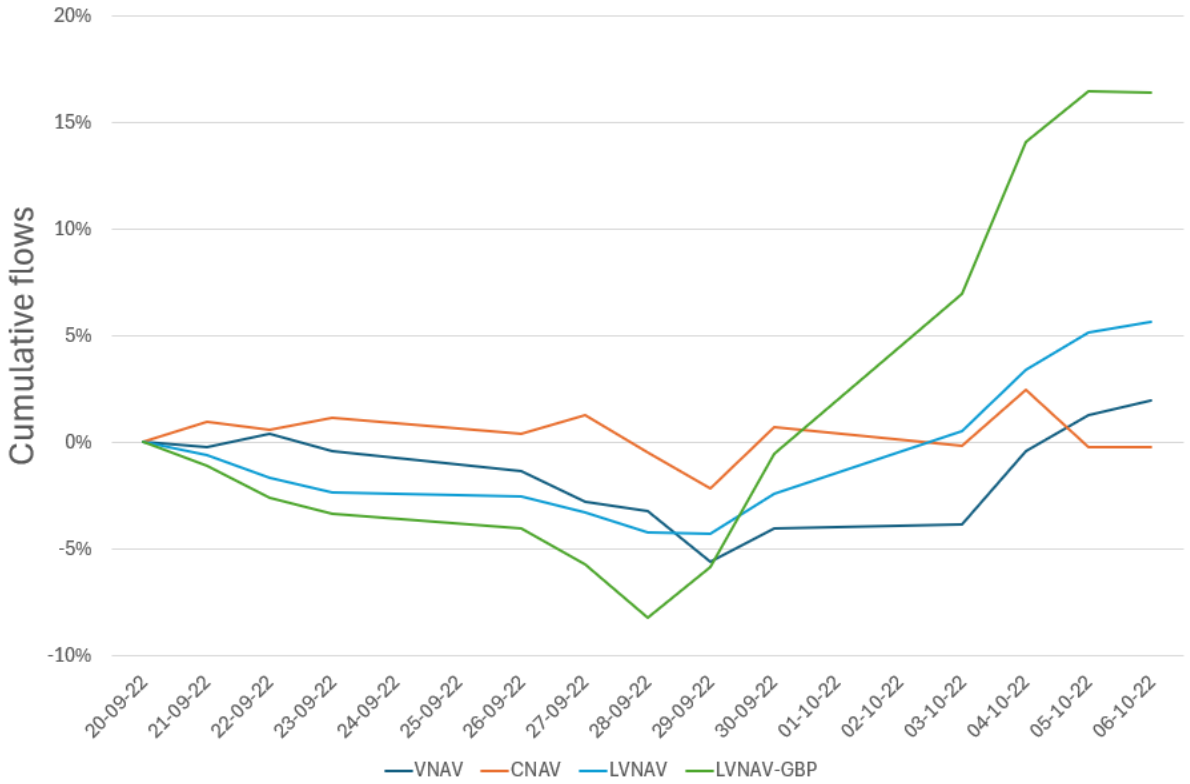
Ένας από τους λόγους αυτής της ανομοιογένειας είναι οι περιπτώσεις χρήσης από τους επενδυτές**.** Τρία σχηματοποιημένα «ακραία» παραδείγματα παρουσιάζουν τον τρόπο με τον οποίο το ίδιο ΑΚΧΑ μπορεί να αντιμετωπίσει πολύ διαφορετικές τάσεις εξαγοράς ανάλογα με την επενδυτική βάση και τη συμπεριφορά των επενδυτών σε διάφορες καταστάσεις της αγοράς.

1) **Χρήση των ΑΚΧΑ ως φορέα διαχείρισης ταμειακών διαθεσίμων / «πληρωμών» (προβλέψιμος κύκλος):** Ορισμένοι θεσμικοί επενδυτές χρησιμοποιούν τα ΑΚΧΑ κυμαινόμενης ΚΑΕ ως **κατηγορίες ταμειακών διαθεσίμων για συναλλαγές,** π.χ. τα ταμειακά διαθέσιμα επενδύονται καθώς εισπράττονται οι εισφορές / τα ασφάλιστρα και στη συνέχεια εξαγοράζονται με **προβλέψιμο ρυθμό** (για παράδειγμα, με βάση τους κύκλους πληρωμών συντάξεων). Στην περίπτωση αυτή, οι εκροές είναι συχνά **προγραμματισμένες και μπορούν να προβλεφθούν** και, συνεπώς, τυχόν μείωση της ρευστότητας αποτελεί μάλλον προγραμματισμένη διακύμανση παρά μαζική φυγή. Παρόμοια παραδείγματα είναι τα συνταξιοδοτικά συστήματα που έχουν τακτικές εισροές (εισφορές) και περιοδικές εκροές (πληρωμές παροχών), οι οποίες δημιουργούν προβλέψιμες τάσεις ταμειακών ροών.
2) **Χρήση των ΑΚΧΑ ως φορέα εξασφάλισης / περιθωρίου ρευστότητας (δυνητικά απότομη τάση):** Όταν τα ΑΚΧΑ χρησιμοποιούνται ως **αποθεματικά ρευστότητας εξασφαλίσεων** (άμεσα ή έμμεσα) για παράγωγα, συναλλαγές συμφωνιών πώλησης και επαναγοράς ή ανάγκες περιθωρίων σε σχέση με LDI, ο παράγοντας που κινητοποιεί την εξαγορά μπορεί να είναι **κινήσεις της αγοράς και σχετικές απαιτήσεις κάλυψης περιθωρίου**. Σε μοχλευμένα κεφάλαια LDI, οι ανάγκες για εξασφαλίσεις μπορούν να αυξηθούν γρήγορα όταν αυξάνονται οι αποδόσεις (αντικατοπτρίζοντας τις ζημίες αποτίμησης σε αγοραίες αξίες), με αποτέλεσμα να προκαλείται «κούρσα για μετρητά» από πολλούς παράγοντες της αγοράς ταυτόχρονα. Σε αυτές τις περιπτώσεις, οι επενδυτές μπορούν να εξαγοράσουν μετοχές/μερίδια των ΑΚΧΑ για να καλύψουν απαιτήσεις παροχής εξασφάλισης, ή μπορούν να χρησιμοποιήσουν συμμετοχές των ΑΚΧΑ στο πλαίσιο ροών εργασιών διαχείρισης εξασφαλίσεων — δημιουργώντας **πιο φιλοκυκλική και συσχετιζόμενη ζήτηση ρευστότητας** σε σύγκριση με την «καθαρή» χρήση της διαχείρισης ταμειακών διαθεσίμων.
3) **Χρήση των ΑΚΧΑ για τη συγκέντρωση των ταμειακών διαθεσίμων άλλων αμοιβαίων κεφαλαίων που διαχειρίζεται ο ίδιος διαχειριστής περιουσιακών στοιχείων ΑΚΧΑ. Στην περίπτωση αυτή ο διαχειριστής έχει εικόνα των ροών εξαγοράς**.

6.2 Το γεγονός της αγοράς που σχετιζόταν με τις LDI

Στα τέλη Σεπτεμβρίου του 2022, παρατηρήθηκε απότομη αύξηση των αποδόσεων των ομολόγων του Ηνωμένου Βασιλείου και έντονη πίεση στις στρατηγικές επενδύσεων με γνώμονα τις υποχρεώσεις (LDI) τις οποίες χρησιμοποιούν τα συνταξιοδοτικά ταμεία. Αυτό προκάλεσε μεγάλες ζημίες αποτίμησης σε αγοραίες αξίες για τα κεφάλαια LDI, οι οποίες, με τη σειρά τους, προκάλεσαν απαιτήσεις κάλυψης περιθωρίου διαφορών αποτίμησης. Αυτές οι απαιτήσεις κάλυψης περιθωρίου δημιούργησαν αιφνίδια και σημαντική ζήτηση για μετρητά, η οποία επεκτάθηκε σε ΑΚΧΑ εκφρασμένα σε GBP, παρότι τα ΑΚΧΑ δεν ήταν η πηγή της αιφνίδιας ακραίας ζήτησης ρευστότητας. Ορισμένα ΑΚΧΑ αντιμετώπισαν ταχείες εκροές, ιδίως από θεσμικούς επενδυτές, και αντέδρασαν αυξάνοντας τα αποθέματα ρευστότητας και συντομεύοντας τις ληκτότητες των χαρτοφυλακίων.

Διάγραμμα II.2: Αντίκτυπος της κρίσης των LDI στις ροές των ΑΚΧΑ

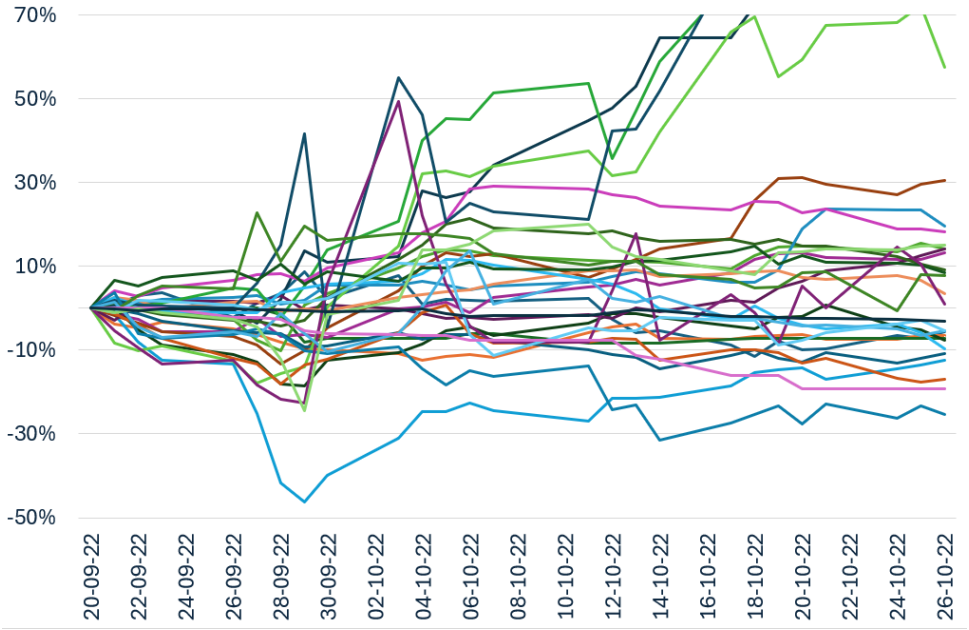


Πηγές: Crane Data και ΕΑΑ, ΑΚΧΑ με ΚΑΕ άνω των 100 εκατ. EUR
Σημείωση: Καθαρές σωρευτικές ροές ανά είδος ΑΚΧΑ, εκφραζόμενες ως ποσοστό της ΚΑΕ

Οι αντιδράσεις των ΑΚΧΑ στην αιφνίδια ζήτηση ρευστότητας των επενδυτών κατά το γεγονός της αγοράς που σχετιζόταν με τις LDI ήταν ακόμη εντονότερες από την αντίδραση κατά τη διάρκεια της πανδημίας COVID-19. Ενώ σε ορισμένα ΑΚΧΑ παρατηρήθηκαν εισροές, σε άλλα ασκήθηκαν ενίοτε έντονες πιέσεις εξαγοράς. Το γεγονός της αγοράς που σχετιζόταν με τις LDI είχε πολύ διαφοροποιημένο αντίκτυπο στα ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας σε GBP, επηρεάζοντας λίγα μόνο αμοιβαία κεφάλαια και όχι ολόκληρο τον τομέα.

Αυτός ο διαφοροποιημένος αντίκτυπος αποτυπώνεται στην κατανομή των εκροών: παρότι το διάμεσο κεφάλαιο αντιμετώπισε εβδομαδιαία εκροή – 9 % (– 10 % σωρευτικά), το χαμηλότερο άκρο υπέστη ακόμη εντονότερη πίεση, με το 10ο τεταρτημόριο να καταγράφει εβδομαδιαίες εκροές – 21 % και το 1 % των κεφαλαίων που επλήγησαν περισσότερο να σημειώνουν απώλεια σχεδόν – 37 % σε μία μόνο εβδομάδα (– 42 % σωρευτικά). Αυτή η έντονη απόκλιση δείχνει ότι η πίεση συγκεντρώθηκε σε κεφάλαια που χρησιμοποιούνται σε μεγάλο βαθμό από τις στρατηγικές LDI ως αποθέματα ρευστότητας για να ανταποκρίνονται σε απαιτήσεις κάλυψης περιθωρίου και εξασφαλίσεων. Αντιθέτως, τα ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας που ήταν εκφρασμένα σε GBP και που εξυπηρετούσαν ευρύτερους σκοπούς διαχείρισης ταμειακών διαθεσίμων, με πιο διαφοροποιημένες επενδυτικές βάσεις και λιγότερο άμεση σύνδεση με τη μετατροπή εξασφαλίσεων ή τη δραστηριότητα συμφωνιών πώλησης και επαναγοράς κρατικών ομολόγων του Ηνωμένου Βασιλείου, κατέγραψαν εισροές κατά την ίδια περίοδο.

Διάγραμμα Π.3: Τάσεις της ΚΑΕ, για τα ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας σε GBP κατά τη διάρκεια του γεγονότος της αγοράς που σχετιζόταν με τις LDI



Πηγές: Crane Data και ΕΑΑ.
Σημείωση: Κάθε γραμμή αντιπροσωπεύει τις καθαρές σωρευτικές ροές ως ποσοστό της ΚΑΕ (άξονας των y) ενός ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας σε GBP με ΚΑΕ άνω του 1 δισ. EUR. Οι θετικές τιμές δηλώνουν καθαρές εγγραφές, ενώ οι αρνητικές τιμές δηλώνουν καθαρές εξαγορές. Τα παραδείγματα αυτά δείχνουν ότι, ενώ τα ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας σε GBP αντιμετώπισαν σημαντικές εξαγορές κατά την περίοδο του γεγονότος της αγοράς λόγω της κρίσης των LDI, ο αντίκτυπος ήταν ανομοιογενής μεταξύ του συγκεκριμένου είδους ΑΚΧΑ.

7 ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙΙ: ΕΠΙΠΕΔΑ ΑΝΘΕΚΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

7.1 Βαθμονόμηση των κλυδωνισμών εξαγοράς

Κατά την αξιολόγηση των κλυδωνισμών εξαγοράς, δοκιμάστηκαν διάφορα μοντέλα με τη χρήση διαφόρων πηγών δεδομένων (Crane Data, EAA, Morningstar) και μεθοδολογικών προσεγγίσεων, με ιδιαίτερη έμφαση στην αντιμετώπιση ζητημάτων ποιότητας των δεδομένων και στη διασφάλιση της αξιοπιστίας.

Εντέλει επιλέχθηκε το πρώτο εκατοστημόριο των εξαγορών (ως ποσοστό % της ΚΑΕ), καθώς αποτυπώνει σοβαρές αλλά εύλογες ακραίες συνθήκες, περιορίζοντας παράλληλα την επίδραση πιθανών σφαλμάτων στα δεδομένα ή ακραίων τιμών.

Το εκατοστημόριο αυτό βαθμονομείται με βάση το γεγονός της αγοράς που σχετιζόταν με την πανδημία COVID-19 και, ως εκ τούτου, αντικατοπτρίζει ένα εξαιρετικά δυσμενές σενάριο. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι τα σενάρια αυτά ενδέχεται να μην είναι ρεαλιστικά για πολλά ΑΚΧΑ τα οποία επωφελούνται από προβλέψιμη επενδυτική βάση. Πλην όμως, αυτή η αυστηρή προσέγγιση θεωρείται κατάλληλη στο πλαίσιο των δυνητικών κινδύνων μετάδοσης, ιδίως όσον αφορά τη μετάδοση κινδύνου φήμης.

Η σημασία της μετάδοσης μπορεί επίσης να αξιολογηθεί στο πλαίσιο των πρακτικών «γνωρίστε τον πελάτη σας» και του γεγονότος ότι τα ΑΚΧΑ υπόκεινται σε τακτικές κανονιστικές γνωστοποιήσεις στους επενδυτές τους. Επιπλέον, πολλοί επενδυτές απαιτούν συχνότερες και λεπτομερέστερες πληροφορίες, στοιχείο που μπορεί να μετριάσει περαιτέρω τους κινδύνους μετάδοσης.

Πίνακας ΙΙΙ.1: Εύρος κατανομής του σεναρίου εξαγοράς του πρώτου εκατοστημορίου, μεταξύ των πηγών δεδομένων [ελάχιστο 1ο εκατοστημόριο, μέγιστο 1ο εκατοστημόριο]

	Ημερησίως	Εβδομαδιαίως	Μηνιαίως
ΑΚΧΑ κυμαινόμενης ΚΑΕ	[– 4 %· – 8 %]	[– 6 %· – 19 %]	[– 16 %· – 45 %]
- **Πρότυπο ΑΚΧΑ κυμαινόμενης ΚΑΕ**	[– 4 %· – 8 %]	[– 4 %· – 21 %]	[– 9 %· – 45 %]
- **Βραχυπρόθεσμο ΑΚΧΑ κυμαινόμενης ΚΑΕ**	[– 3 %· – 10 %]	[– 6 %· – 15 %]	[– 17 %· – 26 %]
ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας	[– 6 %· – 11 %]	[– 7 %· – 28 %]	[– 28 %· – 45 %]
- **ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας σε USD**	[– 9 %· – 12 %]	[– 16 %· – 26 %]	[– 30 %· – 44 %]
- **ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας σε GBP**	[– 8 %· – 11 %]	[– 16 %· – 30 %]	[– 26 %· – 47 %]
ΑΚΧΑ σταθερής ΚΑΕ	[– 5 %· – 14 %]	[– 4 %· – 22 %]	[– 1 %· – 34 %]
Παγκοσμίως	[– 6 %· – 11 %]	[– 7 %· – 26 %]	[– 21 %· – 45 %]

Πηγές: Στοιχεία των Crane Data, Morningstar, EAA

7.2 Βαθμονόμηση των «ορίων ανθεκτικότητας της αγοράς»

Τα ΑΚΧΑ της ΕΕ είναι γενικά σε θέση να αντεπεξέλθουν στους κλυδωνισμούς εξαγοράς που προσδιορίζονται στην ενότητα 7.1, αντικατοπτρίζοντας τη διασπορά των επιπέδων ΕΡΠΣ σε ολόκληρο τον τομέα. Ωστόσο, εξακολουθεί να είναι ζωτικής σημασίας η ύπαρξη ισχυρών συστημάτων εποπτείας και αποτελεσματικής διαχείρισης κινδύνων, ώστε να διασφαλίζεται ότι τα επίπεδα ρευστότητας είναι προσαρμοσμένα στη συγκεκριμένη κατάσταση κάθε κεφαλαίου.

Στο πλαίσιο αυτό, στην παρούσα ενότητα βαθμονομούνται τα επίπεδα ανθεκτικότητας των ΕΡΠΣ τα οποία, εάν εφαρμόζονταν ομοιόμορφα ως ελάχιστοι δείκτες αναφοράς, θα επέτρεπαν στα ΑΚΧΑ να αντεπεξέλθουν στα σενάρια εξαγοράς που βαθμονομούνται στην ενότητα 7.1.

Χρησιμοποιήθηκε η μεθοδολογία που περιγράφεται κατωτέρω:

1. Η ανάλυση εκτιμά τον όγκο των εξαγορών που μπορούν να απορροφήσουν τα ΑΚΧΑ προτού τα ημερήσια ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία τους πέσουν κάτω από το κανονιστικό ελάχιστο επίπεδο. Προς τούτο, εξετάζονται διαφορετικά επίπεδα ελάχιστων ΕΡΠΣ, με τη χρήση πραγματικών δεδομένων σχετικά με τη σύνθεση και την απόσβεση του χαρτοφυλακίου.

2. Για τη βαθμονόμηση των ορίων ανθεκτικότητας των ΕΡΠΣ, τα αποτελέσματα συγκρίνονται με τα σενάρια εξαγοράς που εφαρμόζονται στα ΑΚΧΑ που προσδιορίζονται στην ενότητα 7.1 (βλ. πίνακα ΙΙΙ.1). Στην ανάλυση λαμβάνεται υπόψη η απόσβεση του χαρτοφυλακίου. Εφαρμόζεται το ακόλουθο συντηρητικό σύνολο παραδοχών:

   - οι εξαγορές πραγματοποιούνται αποκλειστικά μέσω των υφιστάμενων ΗΡΠΣ και ΕΡΠΣ, χωρίς πωλήσεις περιουσιακών στοιχείων πέραν εκείνων που πληρούν τις προϋποθέσεις για τα ΗΡΠΣ και τα ΕΡΠΣ·
   - τα ΗΡΠΣ διατηρούνται πάνω από τις ελάχιστες κανονιστικές απαιτήσεις[11].

Πίνακας ΙΙΙ.2: Σενάριο που διατηρήθηκε για τη διαδικασία βαθμονόμησης:

Είδος ΑΚΧΑ	**Ημερησίως**	**Εβδομαδιαίως**	**Μηνιαίως**
Πρότυπο ΑΚΧΑ κυμαινόμενης ΚΑΕ	– 8 %	– 17 %	– 34 %
Αμετάβλητη ΚΑΕ	– 15 %	– 30 %	– 47 %

Πηγές: Στοιχεία των Crane Data, Morningstar, ΕΑΑ

Από την παρούσα ανάλυση προκύπτει ότι τα επίπεδα ανθεκτικότητας των ΕΡΠΣ μεταξύ 35 % και 40 % για τα ΑΚΧΑ σταθερής ΚΑΕ και 20 % για τα ΑΚΧΑ κυμαινόμενης ΚΑΕ είναι επαρκή για την αντιμετώπιση ακραίων συνθηκών της αγοράς. Ειδικότερα, η διακράτηση ΕΡΠΣ στο εν λόγω επίπεδο ανθεκτικότητας ή πάνω από αυτό θα επέτρεπε στα ΑΚΧΑ της ΕΕ να αντεπεξέλθουν (δηλαδή να διατηρήσουν τα ΗΡΠΣ πάνω από τα κανονιστικά ελάχιστα όρια) σε σοβαρούς κλυδωνισμούς εξαγοράς, όπως βαθμονομούνται στην ενότητα 7.1.

[11] Πρόκειται για συντηρητική υπόθεση, δεδομένου ότι, στην πράξη, τα ΑΚΧΑ μπορεί να επιτρέπουν στα ΗΡΠΣ να πέσουν προσωρινά κάτω από το κανονιστικό ελάχιστο επίπεδο για την κάλυψη αιτημάτων εξαγοράς, και μπορούν επίσης να πωλούν περιουσιακά στοιχεία ή να βασίζονται σε ταμειακές εισροές.