EUROOPAN
KOMISSIO

Bryssel 11.5.2026
COM(2026) 350 final

# KOMISSION KERTOMUS EUROOPAN PARLAMENTILLE JA NEUVOSTOLLE

## rahamarkkinarahastoista annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) 2017/1131 asianmukaisuudesta vakavaraisuuden ja talouden kannalta

## TIIVISTELMÄ

Vuonna 2018 voimaan tulleessa rahamarkkinarahastoasetuksessa luotiin kattavat puitteet EU:n rahamarkkinarahastoille. Siinä tunnustetaan niiden merkittävä rooli talouden rahoittamisessa, erityisesti viranomaisille ja yrityksille myönnetyssä lyhytaikaisessa rahoituksessa, sekä sijoittajien tarpeisiin vastaamisessa. EU:n rahamarkkinarahastot toimivat likvidinä ja hyvin säänneltynä sijoitusvälineenä, joka edistää säästö- ja investointiunionin tavoitteiden saavuttamista.

Rahamarkkinarahastoasetus sisältää suojatoimia, joilla pyritään vahvistamaan rahamarkkinarahastojen häiriönsietokykyä, mikä on olennaisen tärkeää, jotta voidaan varmistaa sijoittajien luottamus tuotetta kohtaan. Komission vuoden 2023 kertomuksessa rahamarkkinarahastoista[1] todettiin, että kehys on suurelta osin tehokas likviditeettiriskien vähentämisessä, ja siinä yksilöitiin tiettyjä likviditeettiriskeihin liittyviä näkökohtia, jotka edellyttivät lisäarviointia. Tässä kertomuksessa esitetään likviditeettiriskejä koskevan täydentävän analyysityön tulokset ja rahamarkkinarahastojen häiriönsietokyvyn parantamista koskevat päätelmät.

Rahamarkkinarahastoja on erilaisia, ja niihin kohdistuvien likviditeettihäiriöiden taso vaihtelee niiden tyypin (vaihtuvan nettoarvon, alhaisen volatiliteetin nettoarvon ja kiinteän nettoarvon rahamarkkinarahasto), valuutan, sijoittajien ja käyttötarkoitusten mukaan. Näiden erojen vuoksi rahamarkkinarahastot pitävät likviditeettivarannot vaadittuja vähimmäismääriä suurempina ottaen huomioon kunkin rahaston erityispiirteet ja stressitestien tulokset. Syitä tähän rahamarkkinarahastojen hoitajien varovaiseen toimintamalliin voivat olla sijoittajavalvonta (jonka rahamarkkinarahastoasetuksen avoimuussäännöt mahdollistavat), viranomaisvalvonta ja huoli maineriskeistä.

Rahamarkkinarahastot ovat osoittaneet kykynsä palauttaa likviditeettipuskurit myös markkinoiden stressikausien aikana, mikä on osoitus aktiivisesta likviditeettiriskin hallinnasta ja tehokkaasta valvonnasta. Tämä viittaa siihen, että rahamarkkinarahastoasetuksessa säädetyt eri mekanismit on pantu johdonmukaisesti täytäntöön Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen (ESMA) koordinoimana.

Tässä kertomuksessa on arvioitu viikoittaisten likvidien varojen häiriönsietokykyä, jota pidetään hyödyllisenä viikoittaisten likvidien varojen viitearvona likviditeettiriskin hallinnassa ja valvonnassa. Kertomuksessa tehdään kattavan data-analyysin perusteella se johtopäätös, että viikoittaisten likvidien varojen viitearvojen asianmukaiset tasot (”markkinoiden häiriönsietokykytasot”) ovat 20 prosenttia vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahastojen osalta ja 40 prosenttia kiinteän nettoarvon ja alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastojen osalta.

Näin ollen komissio katsoo, että rahamarkkinarahastojen hoitajat (erityisesti riskinhallintatehtävissä) ja kansalliset toimivaltaiset viranomaiset voivat käyttää näitä markkinoiden häiriönsietokykytasoja viitearvoina, jotka auttavat tunnistamaan tiiviimpää seurantaa ja valvonnan lisäämistä mahdollisesti edellyttäviä tilanteita.

[1] Komission kertomus Euroopan parlamentille ja neuvostolle rahamarkkinarahastoista annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) 2017/1131 asianmukaisuudesta vakavaraisuuden ja talouden kannalta (COM(2023) 452): EUR-Lex – 52023DC0452 – FI – EUR-Lex.

## Sisällysluettelo

**TIIVISTELMÄ** ..... **1**

**SANASTO** ..... **3**

**1 JOHDANTO** ..... **5**

**2 RAHAMARKKINARAHASTOJEN LIKVIDITEETINHALLINNAN ARVIOINTI** ..... **8**

2.1 Likviditeettipuskurien tasot ..... 8

2.2 Miten rahamarkkinarahastot täyttävät lunastustoimeksiannot ..... 13

**3 RAHAMARKKINARAHASTOJEN MARKKINOIDEN HÄIRIÖNSIETOKYVYN ASIANMUKAISTEN TASOJEN ARVIOINTI** ..... **16**

**4 PÄÄTELMÄT** ..... **17**

**5 LIITE I: LIKVIDITEETTIPUSKURIEN TASOT** ..... **18**

5.1 Likviditeettipuskurien tasoja koskevat tilastot ..... 18

5.2 Esimerkkejä rahamarkkinarahastoista, joihin kohdistuu suuria lunastushäiriöitä ..... 18

**6 LIITE II: LUNASTUSKÄYTTÄYTYMINEN STRESSIKAUSIEN MARKKINAOLOSUHTEISSA** ..... **20**

6.1 Markkinastressi covid-19-pandemian alussa ..... 20

6.1.1 Yleinen markkinavaikutus ..... 20

6.1.2 Rahamarkkinarahastoihin kohdistuneet vaikutukset olivat epätasaiset ja rahastot reagoivat eri tavoin ..... 20

6.2 Velkapohjaiseen sijoittamiseen liittyvä markkinatapahtuma ..... 21

**7 LIITE III: MARKKINOIDEN HÄIRIÖNSIETOKYVYN TASOT** ..... **24**

7.1 Lunastushäiriöiden kalibrointi ..... 24

7.2 Markkinoiden häiriönsietokykyä koskevien kynnysarvojen kalibrointi ..... 24

**SANASTO**

| | |
|---|---|
| AIFMD | Vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia koskeva direktiivi |
| Kiinteän nettoarvon rahamarkkinarahasto | Rahamarkkinarahastoasetuksen 2 artiklan 11 kohdan mukainen julkisen sektorin velkainstrumentteihin sijoittava kiinteän nettoarvon rahamarkkinarahasto |
| Päivittäiset likvidit varat | Päivittäiset likvidit varat rahamarkkinarahastoasetuksen 24 artiklan 1 kohdan c ja d alakohdassa ja 25 artiklan 1 kohdan c alakohdassa säädettyjen vaatimusten mukaisesti |
| EKP | Euroopan keskuspankki |
| ESMA | Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen |
| EJRK | Euroopan järjestelmäriskikomitea |
| EUR | Euro |
| FSB | Finanssimarkkinoiden vakauden valvontaryhmä |
| GBP | Englannin punta |
| LMT | Likviditeetinhallintaväline |
| Alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahasto | Rahamarkkinarahastoasetuksen 2 artiklan 12 kohdan mukainen alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahasto |
| LRM | Likviditeettiriskin hallinta |
| MMF | Rahamarkkinarahasto. Rahamarkkinarahastoilla tarkoitetaan EU:ssa kotipaikkaansa pitäviä rahastoja, ellei toisin mainita (esim. Yhdysvaltojen rahamarkkinarahastot). |
| Rahamarkkinarahaston hoitaja | Rahamarkkinarahastoasetuksen 2 artiklan 23 kohdan mukainen rahamarkkinarahaston hoitaja |
| Rahamarkkinarahastoasetus | Asetus (EU) 2017/1131 rahamarkkinarahastoista |
| NAV | Nettoarvo |
| Kansalliset toimivaltaiset viranomaiset | Rahamarkkinarahastoasetuksen 2 artiklan 17 kohdan mukaiset rahamarkkinarahastojen toimivaltaiset viranomaiset |
| Säästö- ja investointiunioni | Euroopan komission aloite, jolla pyritään parantamaan EU:n kansalaisten rahoitusmahdollisuuksia ja samalla vahvistamaan rahoitusjärjestelmän kykyä kanavoida säästöjä tuottaviin investointeihin |
| USD | Yhdysvaltain dollari |
| Yhteissijoitusyritys | Siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittava yritys |
| Vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahasto | Rahamarkkinarahastoasetuksen 2 artiklan 13 kohdan mukainen vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahasto |
| WAL | Rahamarkkinarahastoasetuksen 2 artiklan 20 kohdan mukainen painotettu keskimääräinen elinaika |
| WAM | Rahamarkkinarahastoasetuksen 2 artiklan 19 kohdan mukainen painotettu keskimääräinen maturiteetti |
| Viikoittaiset likvidit varat | Viikoittaiset likvidit varat rahamarkkinarahastoasetuksen 24 artiklan 1 kohdan e ja f alakohdassa ja 25 artiklan 1 kohdan d alakohdassa säädettyjen vaatimusten mukaisesti |
| Vuoden 2023 kertomus rahamarkkinarahastoista | Komission kertomus Euroopan parlamentille ja neuvostolle rahamarkkinarahastoista annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston |

asetuksen (EU) 2017/1131 asianmukaisuudesta vakavaraisuuden ja talouden kannalta (COM(2023) 452)

# 1 JOHDANTO

Rahamarkkinarahastoilla on keskeinen rooli rahoitusjärjestelmässä yritysten kassanhallintavälineenä, minkä lisäksi ne tarjoavat mahdollisuuden sijoittajille, jotka etsivät alhaisen volatiliteetin investointeja, joiden tuotto on suurempi kuin pankkitalletuksilla. EU:n rahamarkkinarahastojen varojen kasvu viimeisten viiden vuoden aikana (45 prosenttia vuosina 2019–2024) osoittaa, että kehys on ollut onnistunut. EU:ssa 455 rahamarkkinarahastolla oli vuoden 2024 lopussa yhteensä noin 1,95 biljoonaa euroa varoja. EU:n rahamarkkinarahastot ovat sijoittautuneet pääasiassa Irlantiin, Luxemburgiin ja Ranskaan. Näin ollen EU:n rahamarkkinarahastot toimivat säänneltynä sijoitusvälineenä, jolla voidaan monipuolistaa sijoitusmahdollisuuksia ja riskienhallintaa säästö- ja investointiunionin tavoitteiden mukaisesti. Niiden ansiosta EU:n yrityksillä on käytössään enemmän kasvua, innovointia ja työpaikkojen lisäämistä mahdollistavia rahoitusvaihtoehtoja.

**EU:n rahamarkkinarahastot lyhyesti**

– Euromääräisiä (noin 45 %), Yhdysvaltain dollarin määräisiä (noin 32 %) ja Englannin punnan määräisiä (noin 23 %).
– Sijoittautumismaina Irlanti (44 %), Luxemburg (30 %) ja Ranska (24 %).
– Omistajina ammattimaisia sijoittajia (90 %), myös EU:n ulkopuolisia sijoittajia Irlantiin (77 %) ja Luxemburgiin (63 %) sijoittautuneissa rahastoissa.
– Alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastoja (noin 46 %), vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahastoja (noin 43 %) ja kiinteän nettoarvon rahamarkkinarahastoja (noin 11 %).

Lähde: ESMA, EU:n rahamarkkinarahastojen markkinat 2023, ja vuoden 2024 viimeisen neljänneksen tiedot.

Rahamarkkinarahastoasetus tuli voimaan vuonna 2018. Siinä määritellään kattava sääntely- ja valvontakehys EU:n rahamarkkinarahastoille, jotka ”*tarjoavat lyhytaikaista rahoitusta finanssilaitoksille, yrityksille ja valtioille [ja] osallistuvat unionin talouden rahoittamiseen*” (rahamarkkinarahastoasetuksen johdanto-osan 1 kappale).

Vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia ja yhteissijoitusyrityksiä koskevia direktiivejä on tarkistettu likviditeettiriskien hallintaa koskevan kehyksen vahvistamiseksi ja yhdenmukaistamiseksi erityisesti asettamalla rahastonhoitajille vaatimus valita ja ottaa käyttöön vähintään yksi likviditeetinhallintaväline ennalta määrätystä luettelosta. Tätä kehystä sovelletaan 16. huhtikuuta 2026 alkaen, ja se parantaa rahastojen välistä johdonmukaisuutta ja vahvistaa yleistä rahoitusvakautta.

Rahamarkkinarahastoasetuksessa säädetään yhdenmukaistetusta kehyksestä alan häiriönsietokyvyn vahvistamiseksi ja järjestelmäriskin vähentämiseksi. Asetuksen säännökset koskevat muun muassa hyväksyttäviä omaisuuseriä, salkun koostumusta, arvostamista, riskienhallintaa, vivutuksen kieltämistä, avoimuutta ja raportointia. Salkun koostumusta koskevat vaatimukset ovat rahamarkkinarahastoasetuksen keskeinen osa. Niihin kuuluu esimerkiksi likviditeettipuskureita koskevia säännöksiä sekä rahamarkkinarahastojen hoitajien tehtäviä ja velvollisuuksia kuvaavia säännöksiä, joilla pyritään varmistamaan rahamarkkinarahastojen likviditeetti (kuten maturiteettirajat ja luottolaatu[2], ks. jäljempänä). EU:n rahamarkkinarahastojen eri tyypit sekä niiden keskeiset ominaisuudet ja sääntelyvaatimukset esitetään taulukossa 1. Siinä esitetään päivittäisten ja viikoittaisten likvidien varojen lakisääteiset vähimmäismäärät, jotka rahamarkkinarahastoilla on oltava hallussaan. Rahamarkkinarahastoasetuksen mukaisten vähimmäismäärien tarkoituksena on varmistaa yhdessä

[2] Rahamarkkinarahastojen hoitajien vastuulla on rahamarkkinarahastoasetuksen noudattamisen varmistaminen. Rahastojen hoitajilla on erityisiä velvollisuuksia, kuten rahamarkkinarahastojen varojen luottolaadun arviointi, stressitestien suorittaminen, varojen arvostaminen ja tietojen antaminen sijoittajille.

muiden suojatoimien kanssa, että rahamarkkinarahastot pystyvät kattamaan sijoittajien lunastukset ajan mittaan.

**Taulukko 1: EU:n rahamarkkinarahastojen keskeiset vaatimukset ja ominaisuudet**

| | Lyhyet rahamarkkinarahastot | | | Tavanomaiset rahamarkkinarahastot |
|---|---|---|---|---|
| | Vakaan nettoarvon rahamarkkinarahasto | | Vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahasto | |
| **Vaatimukset** | **Kiinteän nettoarvon rahamarkkinarahasto** | **Alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahasto** | **Lyhyt vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahasto** | **Tavanomainen vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahasto** |
| **WAM** | Enintään 60 päivää | | | Enintään 6 kuukautta |
| **WAL** | Enintään 120 päivää | | | Enintään 12 kuukautta |
| **Omaisuuserien maturiteetti** | Enintään 397 päivää | | | Enintään 2 vuotta, korontarkistusväli enintään 397 päivää |
| **Päivittäiset likvidit varat** | Vähintään 10 % | | Vähintään 7,5 % | |
| **Viikoittaiset likvidit varat** | Vähintään 30 % (mukaan lukien enintään 17,5 % 190 päivän kuluessa erääntyviä julkisen sektorin velkainstrumentteja) | | Vähintään 15 % | |
| **Muut** | Ei vivutusta, hajautus, luottolaatua koskevat vaatimukset, avoimuus ja raportointi. | | | |

Komissio julkaisi vuonna 2023 kertomuksen (vuoden 2023 kertomus rahamarkkinarahastoista)[3], joka osoittaa, että ”*rahamarkkinarahastoasetus on selvinnyt hyvin testistä, johon se joutui rahamarkkinarahastojen maaliskuussa 2020 covid-19-pandemiaan liittyvän markkinahäiriön aikana kokeman likviditeettistressin, korkojen viimeaikaisten korotusten sekä niihin liittyvän rahoitusvarojen uudelleenhinnoittelun myötä*”[4]. Vaikka kertomuksessa todettiinkin, että kehyksellä on suurelta osin kyetty varmistamaan alan häiriönsietokyky, siinä nostettiin esiin tiettyjä likviditeettiriskin hallintaan liittyviä näkökohtia, joita olisi arvioitava lisää rahamarkkinarahastojen häiriönsietokyvyn varmistamiseksi.

Rahamarkkinarahastoja koskevan vuoden 2023 kertomuksen jatkotoimena tässä kertomuksessa arvioidaan rahamarkkinarahastojen toimintaa laajan analyysityön pohjalta ja tarkastellaan useita tietolähteitä[5] ja kuulemisia[6] hyödyntäen, miten likviditeettiriskejä hallitaan. Siinä arvioidaan, miten rahamarkkinarahastot reagoivat likviditeettihäiriöihin ja miten rahastojen hoitajat vähentävät likviditeettiriskiä erityisesti likviditeettipuskureiden avulla.

[3] Commission adopts report on the functioning of the Money Market Funds Regulation (MMF) - Finance.
[4] Vuoden 2023 kertomus rahamarkkinarahastoista, sivu 21.
[5] Tietoja on saatu seuraavista lähteistä: Crane Data, Morningstar, ESMA ja kansalliset toimivaltaiset viranomaiset.
[6] Komission kohdennettu kuuleminen rahamarkkinarahastoasetuksen toiminnasta, 12. huhtikuuta 2022, ja komission kohdennettu kuuleminen, jossa arvioitiin makrovakauspolitiikan riittävyyttä pankkien ulkopuolisen rahoituksen välityksen osalta, 22. toukokuuta 2024.

Tässä kertomuksessa esitetään rahamarkkinarahastojen likviditeetinhallinnan arviointia koskevat keskeiset havainnot (2 jakso) ja analyysi markkinoiden häiriönsietokyvyn asianmukaisesta tasosta (3 jakso). Liitteissä esitetään perusteellisempi tekninen analyysi näistä aiheista.

## 2 RAHAMARKKINARAHASTOJEN LIKVIDITEETINHALLINNAN ARVIOINTI

### 2.1 Likviditeettipuskurien tasot

Komissio analysoi likviditeettipuskureita koko sektorin tasolla (makroanalyysi) sekä yksittäisten rahamarkkinarahastojen tasolla (mikrotasoilla) ymmärtääkseen, miten tasot määritetään ja onko käyttäytyminen markkinoilla johdonmukaista.

**Keskeinen havainto 1: useimpien EU:n rahamarkkinarahastojen likviditeettipuskurit ylittävät selvästi rahamarkkinarahastoasetuksen mukaiset vähimmäisvaatimukset.**

Rahamarkkinarahastot ylläpitävät hyvin eri suuruisia likviditeettipuskureita. Puskureiden taso liittyy rahastojen erityistilanteisiin, erityisesti siihen, kuinka alttiita rahastot ovat eri suuruisille lunastustoimeksiannoille, mikä puolestaan riippuu niiden sijoittajapohjasta. Vuoden 2020 ensimmäisen neljänneksen ja vuoden 2025 viimeisen neljänneksen välillä vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahastojen varoista keskimäärin vähintään 19 prosenttia oli päivittäisiä likvidejä varoja ja 29 prosenttia viikoittaisia likvidejä varoja, kun lakisääteiset vähimmäisosuudet ovat 7,5 prosenttia päivittäisiä likvidejä varoja ja 15 prosenttia viikoittaisia likvidejä varoja. Kiinteän nettoarvon ja alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastoilla oli vielä tätäkin suuremmat puskurit, keskimäärin 36 prosenttia päivittäisiä likvidejä varoja ja 54 prosenttia viikoittaisia likvidejä varoja, kun lakisääteiset vähimmäisosuudet ovat 10 prosenttia ja 30 prosenttia.

Taulukossa 2 esitetään päivittäisten likvidien varojen ja viikoittaisten likvidien varojen jakautuminen rahamarkkinarahastojen tyyppien mukaan kuuden vuoden ajanjaksolla. Esimerkiksi viikoittaisten likvidien varojen jakautumisen osalta alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastojen keskimääräinen puskuri oli 50 prosenttia, kun taas tämän tyyppisten rahastojen keskimääräinen puskuri oli alle 43 prosenttia 25. prosenttipisteen osalta ja 54 prosenttia 75. prosenttipisteen osalta. Nämä tiedot osoittavat, että selvästi suurimmalla osalla alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastoista (75 %) viikoittaisten likvidien varojen keskimääräinen osuus oli yli 43 prosenttia. Havainnot ovat samankaltaisia muiden rahamarkkinarahastoluokkien ja niiden päivittäisten likvidien varojen osalta.

**Taulukko 2: Päivittäisten likvidien varojen ja viikoittaisten likvidien varojen osuudet rahamarkkinarahastojen tyyppien mukaan kuuden vuoden ajanjaksolla (prosenttia rahamarkkinarahaston nettoarvosta)**

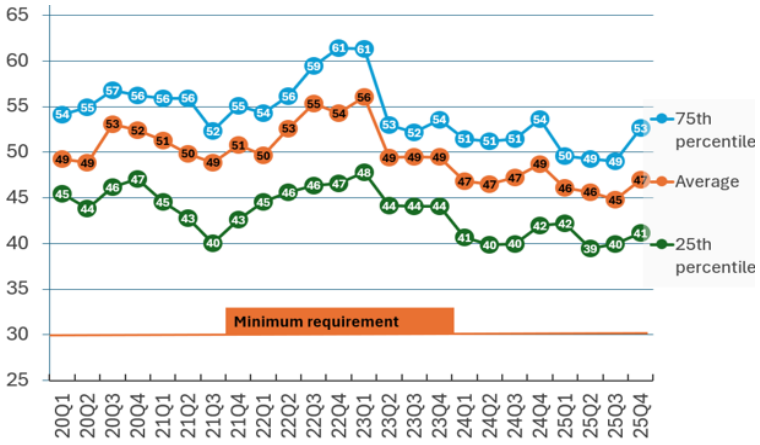
| | | Rahamarkkinarahaston tyyppi | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | **Kiinteän nettoarvon rahamarkkinarahasto** | **Alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahasto** | **Lyhyt vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahasto** | **Tavanomainen vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahasto** |
| **Päivittäiset likvidit varat** | **25. prosenttipiste** | 24 % | 25 % | 11 % | 8 % |
| | **Keskiarvo** | 40 % | 33 % | 22 % | 15 % |
| | **75. prosenttipiste** | 53 % | 38 % | 28 % | 18 % |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| **Viikoittaiset likvidit varat** | **25. prosenttipiste** | 41 % | 43 % | 22 % | 16 % |
| | **Keskiarvo** | 59 % | 50 % | 35 % | 24 % |
| | **75. prosenttipiste** | 76 % | 54 % | 43 % | 28 % |

Lähteet: Euroopan komissio vuoden 2020 ensimmäisen neljänneksen ja vuoden 2025 viimeisen neljänneksen välistä aikaa koskevien ESMAn tietojen perusteella.

Se, että useimpien EU:n rahamarkkinarahastojen likviditeettipuskurit ylittävät selvästi rahamarkkinarahastoasetuksen mukaiset vähimmäisvaatimukset, selittyy sillä, että EU:n rahamarkkinarahastot noudattavat yleensä varovaista lähestymistapaa. Tämä puolestaan johtuu vahvasta valvonnasta, myös sijoittajavalvonnasta (jota rahamarkkinarahastoasetuksen avoimuusvaatimukset helpottavat), sekä rahamarkkinarahastojen suuremmasta herkkyydestä maineriskeille. Tämä käyttäytymismalli on pysynyt suhteellisen vakaana ajan mittaan, vaikka siinä onkin tapahtunut jonkin verran vaihtelua (ks. alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastoja kuvaava kaavio 1 ja liite I). Kaaviosta 1 käy ilmi, että alhaisin vuosina 2020–2025 havaittu taso oli 45 prosentin keskimääräinen likviditeettipuskuri ja että 25. prosenttipisteessä likviditeettipuskuri ei laskenut kertaakaan alle 40 prosentin keskimäärisen osuuden (vuoden 2025 toinen neljännes).

**Kaavio 1: Viikoittaisten likvidien varojen jakautumisen kehitys alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastoissa.**




Lähde: Euroopan komissio vuoden 2020 ensimmäisen neljänneksen ja vuoden 2025 viimeisen neljänneksen välistä aikaa koskevien ESMAn tietojen perusteella.

Huomautus: keskimääräisten viikoittaisten likvidien varojen sekä viikoittaisten likvidien varojen 25. prosenttipisteen ja 75. prosenttipisteen (prosenttiosuutena nettoarvosta) kehitys alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastoissa.

Vastaavaa kehitystä on havaittavissa muiden rahamarkkinarahastoasetuksen mukaisten määrällisten vaatimusten osalta, mikä viittaa siihen, että rahamarkkinarahastosektorilla noudatetaan varovaista lähestymistapaa. Esimerkiksi WAL-tasot jäivät selvästi alle sovellettavien lakisääteisten enimmäisarvojen. Kiinteän nettoarvon rahamarkkinarahastojen, alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastojen ja lyhyiden vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahastojen osalta WAL-tasojen keskiarvot ja mediaanit olivat yleensä 40–65 päivää, kun lakisääteinen enimmäisaika on 120 päivää. Tämä osoittaa, että omaisuuserien maturiteetit ovat keskimäärin kaksi tai kolme kertaa lakisääteistä raja-arvoa lyhyempiä, mikä **mahdollistaa nopeamman takaisinmaksun ja edistää likviditeettipuskureiden täydentämistä**. Tavanomaisten vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahastojen WAL-tasot olivat pidemmät. Niiden keskiarvot ja mediaanit olivat noin 110–125 päivää, mikä on selvästi vähemmän kuin lakisääteinen 360 päivän enimmäisaika[7].

**Keskeinen havainto 2: rahamarkkinarahastojen likviditeettipuskurit ovat eri suuruisia, koska niiden ominaisuudet poikkeavat toisistaan, mikä puolestaan johtuu siitä, että mahdolliset likviditeettihäiriöt ovat eri asteisia.**

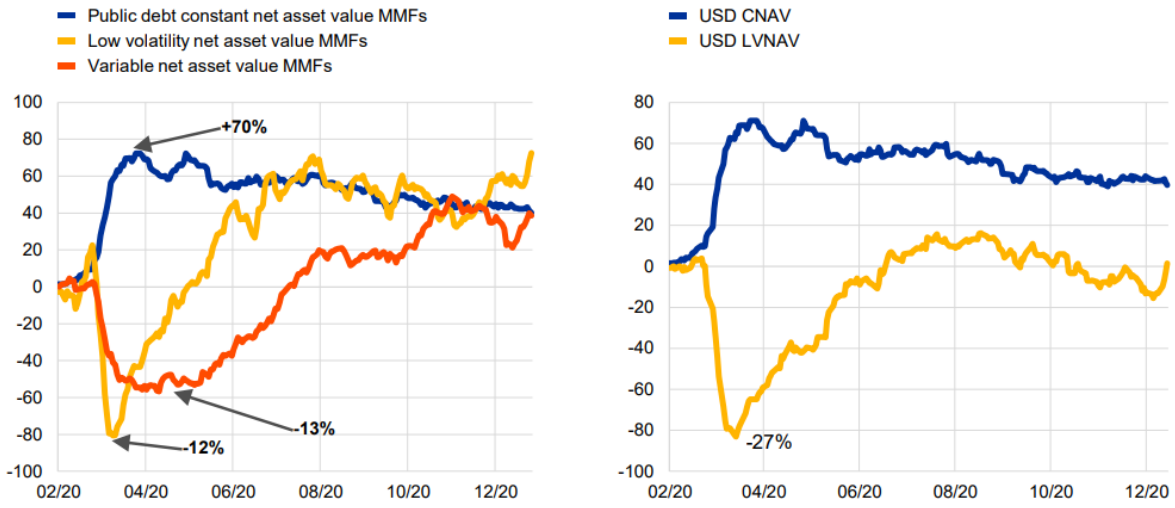
Rahamarkkinarahastojen puskurit yleensä ylittävät lakisääteiset vähimmäisarvot mutta voivat kuitenkin vaihdella. Tämä johtuu siitä, että rahamarkkinarahastoilla on eri ominaisuuksia, kuten luokka (vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahasto, alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahasto tai kiinteän nettoarvon rahamarkkinarahasto), valuuttayksikkö, sijoittajapohjan koostumus ja käyttötapaukset (ks. liite II). Näin ollen niihin kohdistuu eri suuruisia mahdollisia likviditeettihäiriöitä. Edes saman tyyppisten ja saman valuutan määräisten rahamarkkinarahastojen alttius likviditeettihäiriöille ei ole sama.

Tältä osin rahamarkkinarahastoihin kohdistui covid-19-pandemian aiheuttaman markkinatapahtuman aikana lunastushäiriöitä (ks. kaavio 2), joita ne **pystyivät hallitsemaan likviditeettipuskureidensa avulla**. Kaaviosta 2 käy ilmi, että vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahastoihin kohdistuvat lunastukset olivat yhden kuukauden aikana noin 13 prosenttia, kun viikoittainen vähimmäislikviditeettipuskuri oli 15 prosenttia. Alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastojen ulosvirtaukset olivat noin 12 prosenttia ja kohosivat Yhdysvaltain dollarin määräisten rahastojen osalta 27 prosenttiin, kun viikoittainen likviditeettipuskuri oli 30 prosenttia. Sitä

[7] ESMAn kertomus rahamarkkinarahastoista (2023) ja Crane Data.

vastoin kiinteän nettoarvon rahamarkkinarahastoissa tapahtui merkittäviä sisäänvirtauksia covid-19-pandemian alkuvaiheessa.

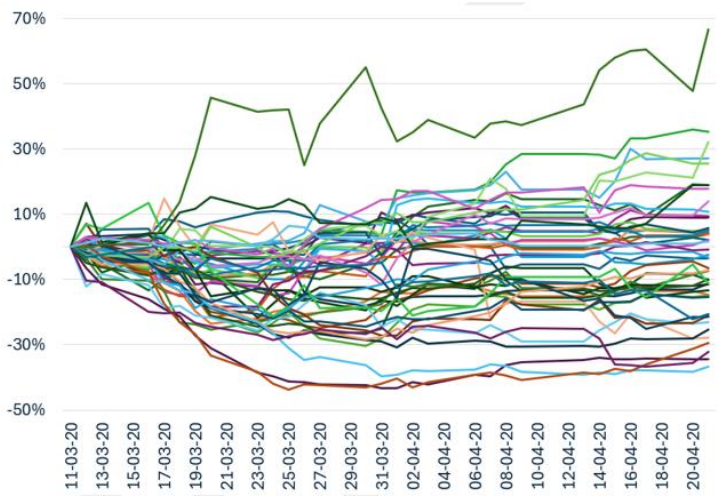
**Kaavio 2: Rahamarkkinarahastojen kumulatiiviset nettovirtaukset covid-19-pandemian aiheuttaman markkinatapahtuman alkaessa**




Lähteet: EJRK:n kertomus, heinäkuu 2021, *Issues note on systemic vulnerabilities of and preliminary policy considerations to reform money market funds*.
Huomautus: Päivittäiset kumulatiiviset nettovirtaukset on jaoteltu rahamarkkinarahaston tyypin mukaan ja ilmaistu miljardeina euroina (y-akseli). Positiiviset arvot tarkoittavat nettomerkintöjä ja negatiiviset arvot nettolunastuksia. Prosenttiosuudet kuvaavat rahaston virtauksia suhteessa kunkin rahastotyypin nettoarvoon.

Yhdysvaltain dollarin määräisiin alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastoihin kohdistui covid-19-pandemian aiheuttaman markkinatapahtuman aikana merkittävä lunastushäiriö. Vaikutus oli kuitenkin erittäin epätasainen kyseisessä rahamarkkinarahastojen kohortissa: 6 prosentissa rahastoista oli yli 30 prosentin kumulatiiviset nettoulosvirtaukset, kun taas 10 prosentissa ei ollut lainkaan lunastuksia. Näiden kahden ääripään välillä havaittiin erilaisia sisään- ja ulosvirtausten tasoja, kuten kaaviosta 3 käy ilmi. Viivat kuvaavat yksittäisten Yhdysvaltain dollarin määräisten alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastojen kumulatiivisia nettovirtauksia noin viiden viikon ajalta covid-19-pandemian aiheuttaman markkinatapahtuman aikana.

**Kaavio 3: Yksittäisten Yhdysvaltain dollarin määräisten alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastojen kumulatiiviset virtaukset covid-19-pandemian aiheuttaman markkinatapahtuman aikana.**




Lähteet: Crane Data ja kansalliset toimivaltaiset viranomaiset.
Huomautus: Kukin viiva kuvaa kumulatiivisia nettovirtauksia prosenttiosuutena nettoarvosta (y-akseli) sellaisten Yhdysvaltain dollarin määräisten alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastojen osalta, joiden nettoarvo on yli miljardi euroa. Positiiviset arvot tarkoittavat nettomerkintöjä ja negatiiviset arvot nettolunastuksia. Nämä esimerkit osoittavat, että vaikka Yhdysvaltain dollarin määräisiin alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastoihin kohdistui covid-19-markkinatapahtuman aikana merkittäviä lunastuksia, vaikutus oli epätasainen kyseisessä rahamarkkinarahastojen luokassa.

## 2.2 Miten rahamarkkinarahastot täyttävät lunastustoimeksiannot

Stressikausien markkinaolosuhteet esimerkiksi covid-19-pandemiaan ja velkapohjaisiin rahastoihin liittyvien markkinatapahtumien aikana antavat arvokasta tietoa likviditeetinhallinnan dynamiikasta tällaisissa olosuhteissa. Komissio analysoi rahamarkkinarahastojen kykyä täydentää likviditeettipuskureita, myös stressikausien markkinaolosuhteissa. Analyysi pohjautui laajoihin tietoaineistoihin, ja siinä keskityttiin kahteen tasoon: 1) kokonaismarkkinat ja 2) lähempi tarkastelu vakavimpien likviditeettihäiriöiden kohteena olleista rahamarkkinarahastoista.

**Keskeinen havainto 3: rahamarkkinarahastot kykenevät täydentämään likviditeettipuskurinsa tilanteessa, jossa niihin kohdistuu voimakasta lunastuspainetta, myös stressikausien markkinaolosuhteissa.**

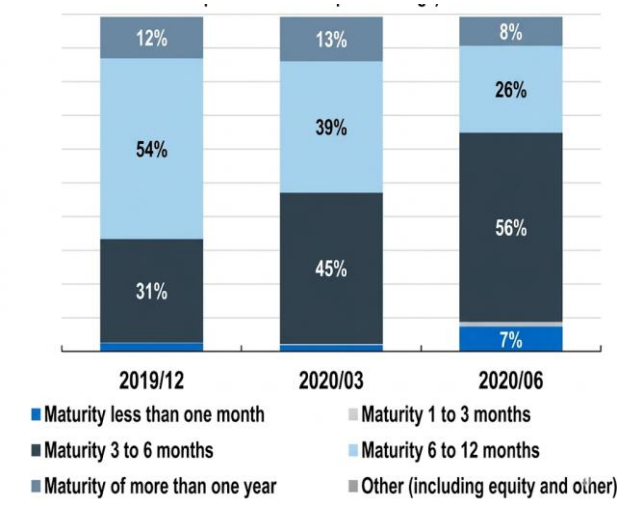
**Normaaleissa markkinaolosuhteissa rahamarkkinarahastot ylläpitävät likviditeettipuskureitaan ja täydentävät niitä tavallisesti ”mekaanisilla operaatioilla”.** Ne käyttävät tässä paitsi korkealaatuisten lyhytaikaisten erääntyvien omaisuuserien (yritystodistusten/talletustodistusten/valtion velkasitoumusten[8]) toistuvia roll-down-syklejä ja käteisvarojen uudelleensijoittamista uusiin lyhytaikaisiin erääntyviin omaisuuseriin myös jälkimarkkinoilla toteutettavia transaktioita ja vakuudellista yön yli -rahoitusta (esim. takaisinmyyntitransaktioita), jota voidaan lisätä tai supistaa päivittäin. Tätä prosessia säännellään ja valvotaan rahamarkkinarahastoasetuksessa säädettyjen tiukkojen maturiteettivaatimusten perusteella. Keskeisessä asemassa on erityisesti WAL, joka rajoittaa rahamarkkinarahastojen omaisuuserien keskimääräistä maturiteettia yleisesti sekä kunkin yksittäisen omaisuuserän maturiteettia (ks. taulukko 1).

**Stressikausien markkinaolosuhteissa rahamarkkinarahastot siirtyvät mekaanisista täydennysoperaatioista ”puolustuksellisiin operaatioihin”**. Kun lunastukset kiihtyvät ja jälkimarkkinoiden likviditeetti heikkenee, rahamarkkinarahastojen hoitajat nopeuttavat aktiivisesti käteisvarojen muodostusta muuttamalla omaisuuseriä rahaksi ja vähentävät altistumista markkinahinnoille (ks. kaavio 4). Saavuttaakseen tämän rahastojen hoitajat mukauttavat salkun koostumusta WAM:n (herkkyys markkinahinnalle) ja WAL:n (keskimääräinen maturiteetti)[9] lyhentämiseksi keskittämällä uudelleeninvestoinnit kaikkein likvideimpiin joukkovelkakirjoihin, joiden duraatio on lyhyin. Tämän ansiosta rahamarkkinarahastojen likviditeettipuskureiden palautuminen nopeutuu. Kaaviossa 3 esitetään rahamarkkinarahastojen joukkovelkakirjasalkkujen kehitys ennen covid-19-pandemiaa ja sen alussa. Siitä käy ilmi, että koko alalla maturiteetiltaan lyhyempien (3–6 kuukautta) joukkovelkakirjojen osuus salkusta lähes kaksinkertaistui joulukuun 2019 ja kesäkuun 2020 välisenä aikana.

[8] Rahamarkkinarahastot sijoittavat lyhytaikaisiin instrumentteihin, kuten yritystodistuksiin, talletustodistuksiin ja valtion velkasitoumuksiin, tarjotakseen sijoittajille vähäriskisiä ja likvidejä tuottoja.

[9] Markkinariski on verrannollinen joukkovelkakirjojen duraatioon. Kun rahamarkkinarahastojen salkuissa olevien joukkovelkakirjojen maturiteettia lyhennetään, salkut ovat vähemmän alttiita markkinariskille muunnettaessa joukkovelkakirjoja käteisvaroiksi lyhyemmäksi ajaksi.

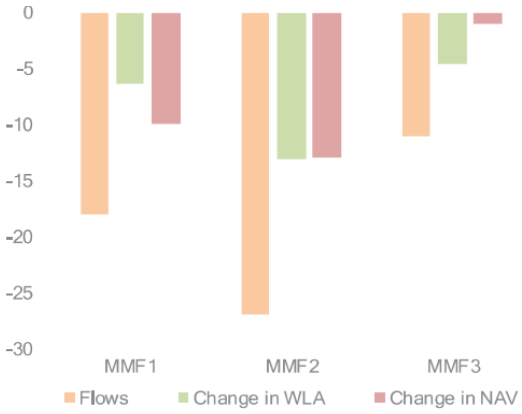
**Kaavio 4: Rahamarkkinarahastojen velan koostumuksen kehitys**




Lähde: EFAMA, European MMFs in the Covid-19 market turmoilovid-19, marraskuu 2020.

Huomautus: rahamarkkinarahastojen salkuissa olevien velkojen erittely maturiteetin mukaan prosentteina rahamarkkinarahastojen kokonaisvaroista

**Kaavio 5: Viikoittaisten likvidien varojen ja nettoarvosta poikkeamisen välinen suhde**




Lähde: ESMAn kertomus, *Vulnerabilities in money market funds*, 2021.

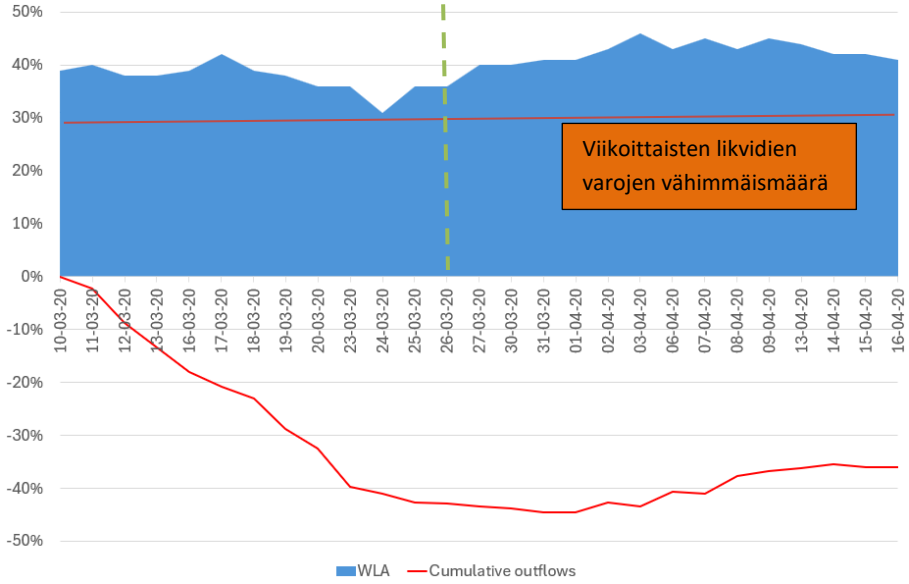
Huomautus: 7 päivän nettovirtaukset, viikoittaisten likvidien varojen osuus nettoarvosta ja nettoarvosta poikkeaminen (korkopisteinä), 25. maaliskuuta 2020.

Analysoitaessa yksittäisiä rahamarkkinarahastoja suurten lunastustoimeksiantojen kohteena olleet rahastot noudattivat samanlaista kehitysmallia: kyseiset rahastot asettivat etusijalle likviditeetin säilyttämisen ja käytettyään likviditeettipuskurinsa pystyivät täydentämään ne nopeasti uudelleen (ks. kaavio 6 ja liite I). Kaiken kaikkiaan yksittäisiin rahamarkkinarahastoihin kohdistuneet lunastushäiriöt olivat ylläpidettyjä likviditeettipuskureita pienempiä, minkä ansiosta rahastot pystyivät täyttämään lunastustoimeksiannot nopeasti. Kaaviossa 6 on esimerkki siitä, miten yksi alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahasto, johon kohdistui äärimmäinen lunastusskenaario, säilytti viikoittaiset likviditeettipuskurit lakisääteisten vähimmäistasojen yläpuolella viiteajanjakson aikana. Vaikka ulosvirtaus oli jakson aikana 45 prosenttia, viikoittaisten likvidien varojen osuus ei laskenut alle 30 prosenttiin.[10]

On huomattava, että alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastot ovat säilyttäneet viikoittaisten likvidien varojen puskurinsa joko kuolettamalla salkkuja tai myymällä omaisuuseriä osto- ja myyntihinnan erotusten ollessa laajempia. Tämä on saattanut aiheuttaa nettoarvosta poikkeamisia erityisesti myytäessä vähemmän likvidejä omaisuuseriä, kuten yritystodistuksia ja talletustodistuksia. Näitä nettoarvosta poikkeamisia kuvataan kaaviossa 5. Näin ollen viikoittaisten likvidien varojen puskureiden ylläpitäminen on saattanut edellyttää vähemmän likvidien omaisuuserien myymistä, mikä on osaltaan aiheuttanut nettoarvosta poikkeamisia.

[10] On huomattava, että myös keskuspankkien toimenpiteet yritystodistusten markkinoilla tukivat alaa ja auttoivat estämään paineen kohteena oleviin rahamarkkinarahastoihin kohdistuvia lisävaikutuksia.

**Kaavio 6: Esimerkki voimakkaan likviditeettihäiriön kohteena olevan alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahaston pahimmasta mahdollisesta skenaariosta**




Lähteet: Crane Data ja kansalliset toimivaltaiset viranomaiset.

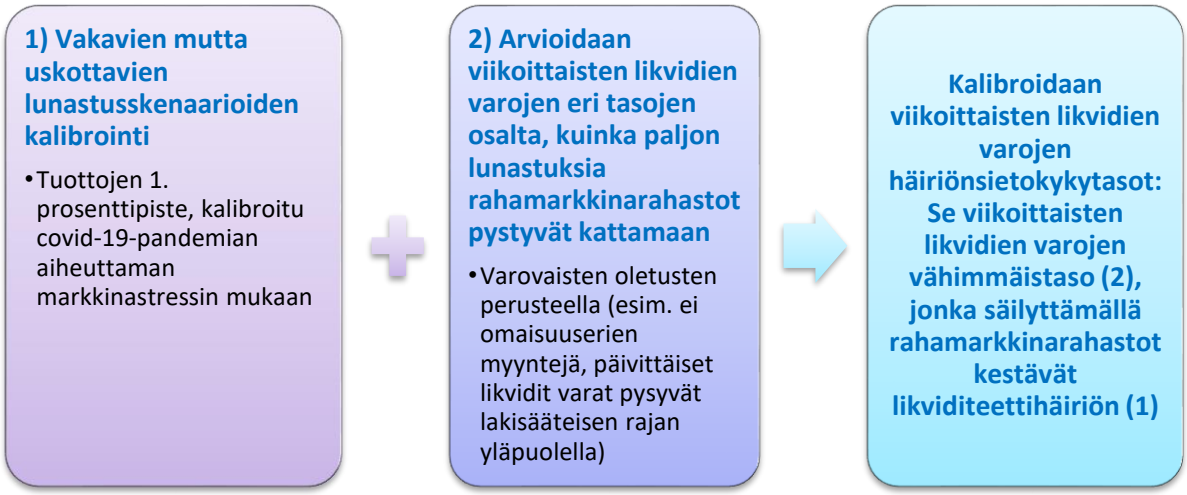
Huomautus: Viikoittaisiin likvideihin varoihin kohdistuvia vaikutuksia ja myöhempää likviditeetin palauttamista havainnollistava esimerkki alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastosta, jossa on erittäin suuret ulosvirtaukset. Ks. lisää esimerkkejä liitteessä I.

# 3 RAHAMARKKINARAHASTOJEN MARKKINOIDEN HÄIRIÖNSIETOKYVYN ASIANMUKAISTEN TASOJEN ARVIOINTI

Tässä jaksossa tarkastellaan EU:n rahamarkkinarahastosektorin kykyä selviytyä lunastustoimeksiantojen merkittävästä lisääntymisestä. Kuten aiemmissa jaksoissa todettiin, likviditeettipuskurit ovat ratkaisevassa asemassa lunastustoimeksiantojen täyttämisessä erityisesti silloin, kun lyhytaikaiset markkinat ovat epälikvidit. Tätä analyysiä varten komissio laski viikoittain likvidien varojen vähimmäistason (”viikoittaisten likvidien varojen häiriönsietokykytaso”), jonka säilyttämällä rahamarkkinarahastot pystyisivät täyttämään suuren määrän lunastustoimeksiantoja pitäen samalla päivittäisten likvidien varojen määrän lakisääteisen vähimmäistason yläpuolella.

Jäljempänä esitetään yhteenveto menetelmästä, ja vastaavat tiedot esitetään liitteessä III.

**Viikoittaisten likvidien varojen häiriönsietokykytason kalibroinnissa käytetyn menetelmän keskeiset vaiheet**




**Keskeinen havainto 4: stressikausien markkinaolosuhteiden kestämiseksi viikoittaisten likvidien varojen häiriönsietokykytasoksi riittää yleensä vakaan nettoarvon rahamarkkinarahastojen osalta 40 prosenttia ja vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahastojen osalta 20 prosenttia.**

**Analyysi osoittaa, että vakaan nettoarvon rahamarkkinarahastojen osalta 40 prosentin viikoittaisten likvidien varojen häiriönsietokykytaso ja vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahastojen osalta 20 prosentin taso ovat yleensä riittävät stressikausien markkinaolosuhteiden kestämiseksi (ks. myös liite III).** Tarkemmin sanottuna pitämällä viikoittaiset likvidit varat häiriönsietokykytasoilla tai niiden yläpuolella EU:n rahamarkkinarahastot pystyisivät kestämään vakavia lunastushäiriöitä ilman omaisuuserien pakkomyyntejä säilyttäen päivittäiset likvidit varat lakisääteisten vähimmäistasojen yläpuolella. Päivittäisten likvidien varojen pitäminen vähimmäistason yläpuolella auttaa varmistamaan välittömän likviditeetin lunastuksia varten erityisesti stressiaikoina, jolloin rahamarkkinarahastot saattavat joutua täyttämään lunastuksia useina peräkkäisinä päivinä.

Tämä tarkoittaa, että **koko markkinoiden näkökulmasta** näiden häiriönsietokykytasojen yhtenäinen soveltaminen vahvistaa EU:n rahamarkkinarahastojen kykyä kestää stressikausien markkinaolosuhteita ja rajoittaa häiriöiden leviämistä muualle rahoitusjärjestelmään ja talouteen.

Näin ollen komissio katsoo, että näitä viikoittaisten likvidien varojen häiriönsietokykytasoja voitaisiin käyttää käytännön vertailukohtina likviditeettiriskin hallinnassa. Valvonnan näkökulmasta ne voisivat

myös toimia varhaisvaroitusindikaattoreina, jotka saavat kansalliset toimivaltaiset viranomaiset harjoittamaan tiiviimpää seurantaa tai tehostettua valvontaa silloin, kun rahamarkkinarahastot toimivat jatkuvasti määritettyjen häiriönsietokykytasojen alapuolella. Näin ollen näitä **viikoittaisten likvidien varojen häiriönsietokykytasoja voitaisiin käyttää sellaisten tilanteiden tunnistamiseen, jotka edellyttävät rahamarkkinarahastojen hoitajilta, ja erityisesti rahastojen riskienhallintaryhmiltä, lisähuomiota sekä asiaankuuluvilta kansallisilta toimivaltaisilta viranomaisilta ja rahamarkkinarahastojen hoitajilta tehostettua valvontaa**.

On korostettava, että moniin rahamarkkinarahastoihin ei todennäköisesti kohdistu yhtä suuria lunastushäiriöitä kuin ne, joita käytetään viikoittaisten likvidien varojen häiriönsietokykytasojen kalibrointiin. Kuten tästä kertomuksestakin käy ilmi, rahamarkkinarahastot eivät ole yhdenmukaisia. Niiden alttius joutua likviditeettihäiriöiden kohteeksi riippuu niiden erityispiirteistä ja sijoittajapohjasta. Lisäksi viikoittaisten likvidien varojen häiriönsietokykytasojen kalibrointi perustuu varovaisiin oletuksiin, erityisesti siihen oletukseen, että päivittäisiä likvidejä varoja ei käytetä enää sen jälkeen, kun ne ovat saavuttaneet lakisääteisen vähimmäistason.

Näin ollen **viikoittaisten likvidien varojen häiriönsietokykytasojen määritteleminen uusiksi lakisääteiseksi sitoviksi vähimmäistasoiksi ei ole oikeasuhteista, kun otetaan huomioon rahamarkkinarahastosektorin ja rahastotyyppien monimuotoisuus (keskeinen havainto 2)**. Sen sijaan komissio katsoo, että viikoittaisten likvidien varojen häiriönsietokykytasoja voidaan käyttää valvonnan ja riskienhallinnan vertailuarvoina, jotka auttavat rahamarkkinarahastojen hoitajia ja kansallisia toimivaltaisia viranomaisia tunnistamaan tilanteita, jotka saattavat edellyttää tiiviimpää seurantaa ja tehostettua valvontaa.

# 4 PÄÄTELMÄT

Tämän kertomuksen havaintojen tarkoituksena on toimia perustana rahamarkkinarahastojen hoitajien likviditeetinhallinnan ja kansallisten toimivaltaisten viranomaisten rahamarkkinarahastoihin kohdistaman valvonnan parantamiselle. Edellä 2 jaksossa esitetyt havainnot osoittavat, että sektorin likviditeettitasot vaihtelevat, vaikka ne ylittävätkin yleensä selvästi rahamarkkinarahastoasetuksessa edellytetyt vähimmäistasot. Lisäksi rahamarkkinarahastosektori on yleisesti ottaen hallinnut likviditeettiriskejä vastuullisesti niin jatkuvalla tasolla kuin stressikausien markkinaolosuhteissakin.

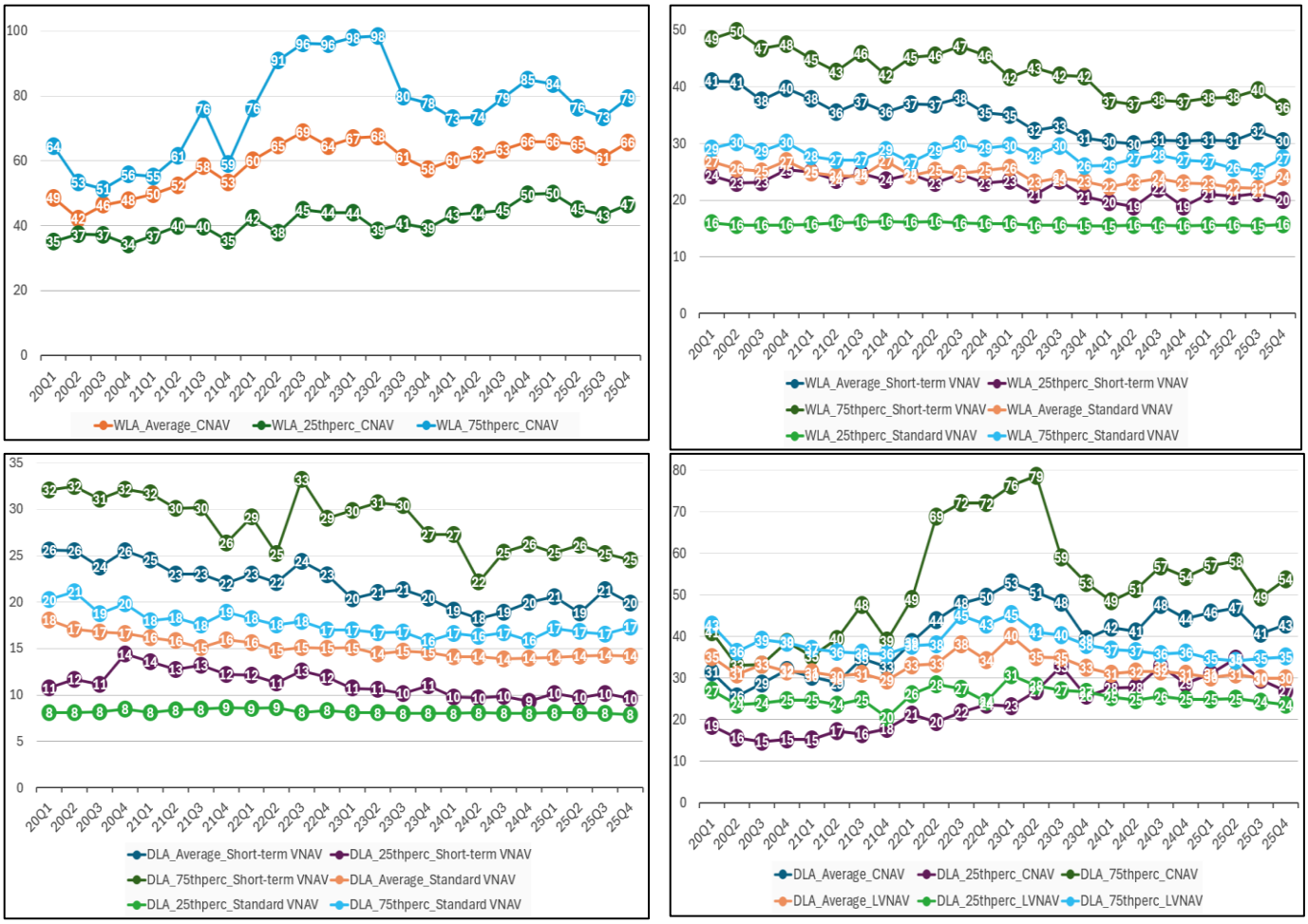
Edellä 3 jaksossa esitetyt havainnot osoittavat, että määriteltyjä viikoittaisten likvidien varojen häiriönsietokykytasoja voidaan käyttää valvonnan ja likviditeettiriskien hallinnan vertailuarvoina, joiden alittuessa rahamarkkinarahastojen ja niiden hoitajien riskienhallintatoimintoja olisi lisättävä ja kansallisten toimivaltaisten viranomaisten suorittamaa valvontaa olisi tehostettava markkinoiden laajuisen häiriönsietokyvyn varmistamiseksi.

# 5 LIITE I: LIKVIDITEETTIPUSKURIEN TASOT

## 5.1 Likviditeettipuskurien tasoja koskevat tilastot

Kaaviossa I.1 esitetään likviditeettipuskurien tasoja koskevat tilastot, joista käy ilmi, että rahamarkkinarahastojen likviditeetti ylittää lakisääteiset vähimmäistasot, sekä tasojen muuttuminen ajan mittaan.

**Kaavio I.1: Viikoittaisten likvidien varojen ja päivittäisten likvidien varojen tasot**

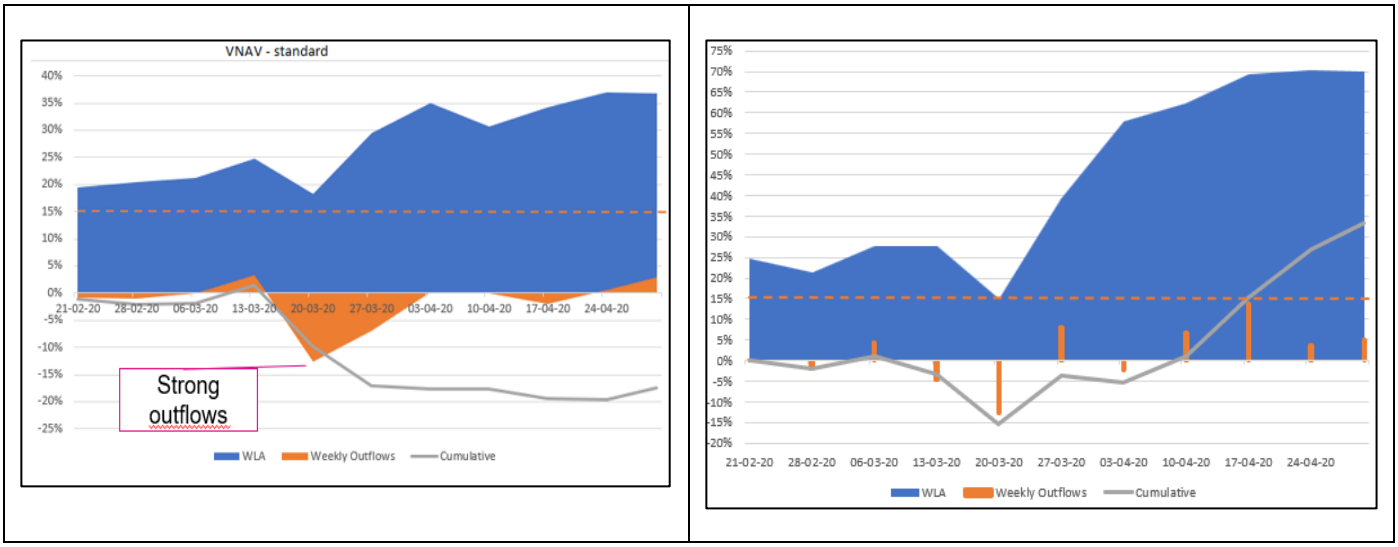



Lähde: Euroopan komissio vuoden 2020 ensimmäisen neljänneksen ja vuoden 2025 viimeisen neljänneksen välistä aikaa koskevien ESMAn tietojen perusteella.
Huomautus: keskimääräisten viikoittaisten likvidien varojen sekä viikoittaisten likvidien varojen 25. prosenttipisteen ja 75. prosenttipisteen (prosenttiosuutena nettoarvosta) kehitys alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastoissa.

## 5.2 Esimerkkejä rahamarkkinarahastoista, joihin kohdistuu suuria lunastushäiriöitä

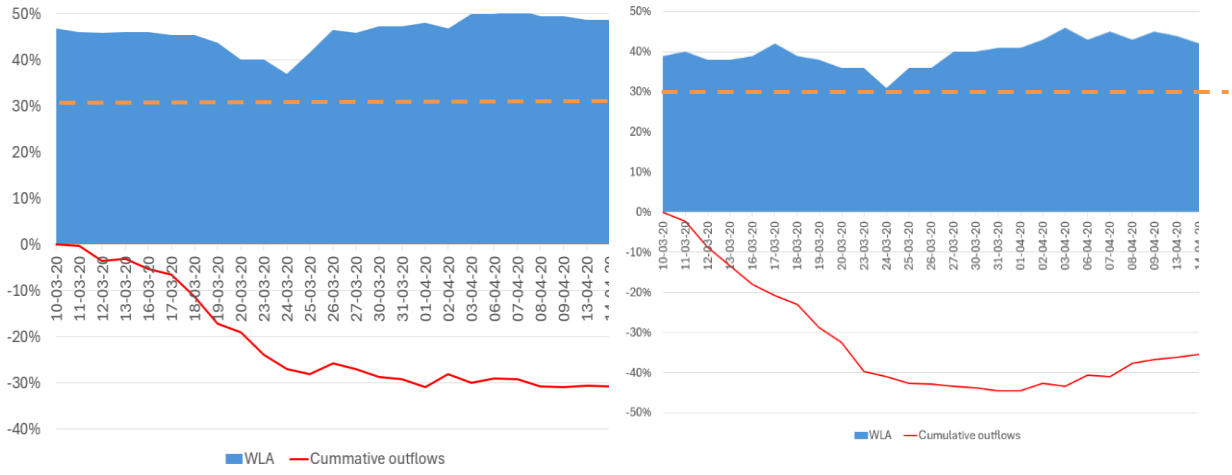
Likviditeettipuskurien täydennystä analysoitiin keskittymällä alhaisimpaan 10 prosenttiin rahastoista, joiden ulosvirtaukset olivat suurimmat. Analyysissä hyödynnettiin kansallisilta toimivaltaisilta viranomaisilta saatuja valvontatietoja, muita tietolähteitä, rahastojen toimittamia tietoja likviditeetin hallinnasta stressikausien markkinaolosuhteissa ja salkkujen koostumuksen muutoksia. Analyysi toi esiin yhdenmukaisen mallin: rahamarkkinarahastot (mukaan lukien osa rahastoista, joihin häiriöt vaikuttivat kaikkein eniten) pystyivät palauttamaan likviditeettipuskurinsa suhteellisen lyhyessä ajassa stressijakson jälkeen.

**Kaavio I.2: Esimerkkejä kahden suurten lunastustoimeksiantojen kohteena olevan vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahaston likviditeettipuskurien täydentämisestä**




Lähteet: Crane Data ja kansalliset toimivaltaiset viranomaiset.
Huomautus: Viikoittaisiin likvideihin varoihin kohdistuvia vaikutuksia ja myöhempää likviditeettipuskurien palauttamista havainnollistava esimerkki kahdesta vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahastosta, joissa on suuret ulosvirtaukset. 15 prosentin vähimmäistaso on esitetty katkoviivana. .

**Kaavio I.3: Likviditeettipuskurien täydentäminen tilanteessa, jossa lunastustoimeksiannot ovat merkittäviä**




Lähteet: Crane Data ja kansalliset toimivaltaiset viranomaiset.
Huomautus: Viikoittaisiin likvideihin varoihin kohdistuvia vaikutuksia ja myöhempää likviditeettipuskurien palauttamista havainnollistava esimerkki kahdesta alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastosta, joissa on suuret ulosvirtaukset. 30 prosentin vähimmäistaso on esitetty katkoviivana.

# 6 LIITE II: LUNASTUSKÄYTTÄYTYMINEN STRESSIKAUSIEN MARKKINAOLOSUHTEISSA

## 6.1 Markkinastressi covid-19-pandemian alussa

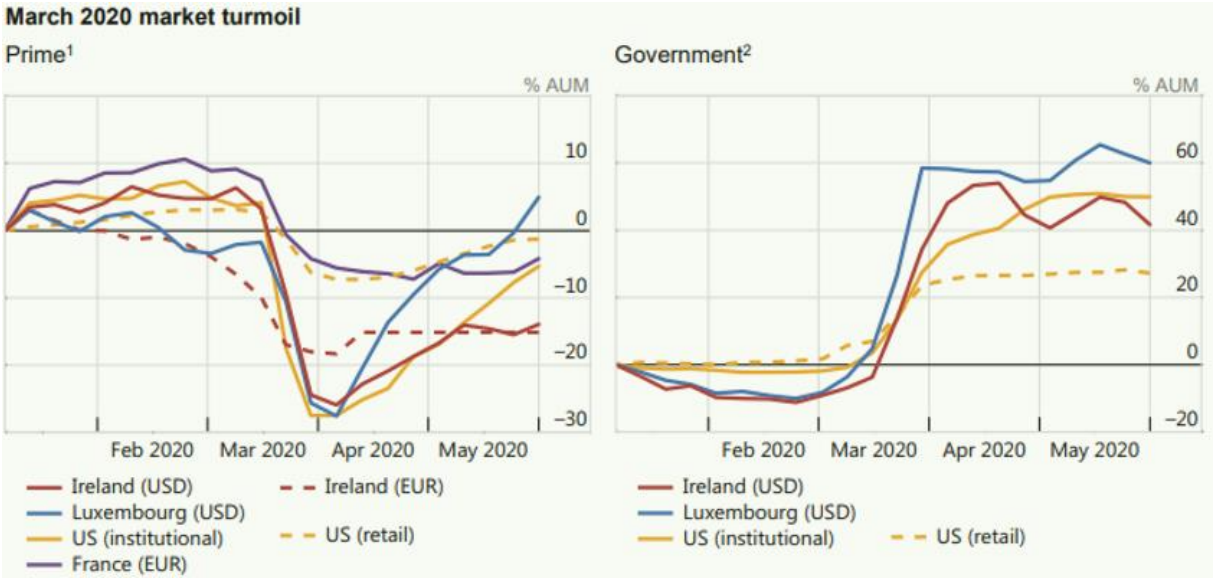
### 6.1.1 Yleinen markkinavaikutus

Covid-19-pandemian aiheuttamat markkinatapahtumat alkoivat kehittyä helmikuussa 2020, kun huoli viruksen maailmanlaajuisesta leviämisestä lisääntyi ja rahoitusmarkkinat alkoivat uudelleenhinnoitella riskejä. Sen vaikutus rahamarkkinarahastoihin kuitenkin realisoitui pääasiassa maaliskuun 2020 puolivälissä ja jatkui kesäkuuhun 2020, jolloin havaittiin stressikausien markkinaolosuhteita.

Maaliskuun puolivälissä alkaneen 15 päivän ajanjakson aikana joidenkin rahamarkkinarahastojen sijoittajat lisäsivät likviditeetin kysyntäänsä. Tämä koski erityisesti Yhdysvaltain dollarin määräisiä alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastoja, joihin kohdistui huomattavia lunastuspaineita (noin 18 prosenttia ja 30 prosenttia kyseisistä markkinasegmenteistä).

Yhdysvaltain dollarin määräisissä alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastoissa oli maaliskuun 2020 alkuviikkojen aikana kaikista eurooppalaisista lyhytaikaisista rahamarkkinarahastoista suurimmat ja pitkittyneimmät ulosvirtaukset. Tämä johtui siitä, että käteistarpeisiin liittyvien lunastusten lisäksi sijoittajat siirtyivät EU:ssa julkisen sektorin velkainstrumentteihin sijoittaviin kiinteän nettoarvon rahamarkkinarahastoihin.

**Kaavio II.1: Rahamarkkinarahastojen kumulatiiviset virtaukset vuonna 2020**




Lähde: FSB, *Policy proposals to enhance MMF resilience*, lokakuu 2021.

### 6.1.2 Rahamarkkinarahastoihin kohdistuneet vaikutukset olivat epätasaiset ja rahastot reagoivat eri tavoin

Lunastustoimeksiantojen koko ja sijoittajien käyttäytyminen normaaleissa olosuhteissa ja stressikausien olosuhteissa vaihtelevat suuresti rahamarkkinarahastojen välillä. Reaktioita ja käyttäytymistä ohjaavat eri tekijät, pääasiassa sijoittajapohja ja investointien käyttötapaukset (ks. jäljempänä), keskeisten sijoittajien koko ja sijoittajien yhdistelmä. Määräävänä tekijänä on myös rahamarkkinarahaston tyyppi (vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahasto, alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahasto, kiinteän nettoarvon rahamarkkinarahasto).

Vaikka rahaston luokka ja valuutta ovat selvästikin merkittäviä määrääviä tekijöitä, keskenään hyvin samanlaisiin luokkiin kohdistui hyvin erilaisia häiriöitä covid-19-kriisin aikana ja sen jälkeen. Näitä eroja kuvataan kaaviossa 3.

Kaavioista 2 ja 3 käy ilmi, että Yhdysvaltain dollarin määräisiin alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastoihin kohdistui covid-19-pandemian alussa merkittävä lunastushäiriö. Vaikutus oli kuitenkin hyvin epätasainen eri rahastoissa. Alle 6 prosentissa alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastoista oli kumulatiivisia ulosvirtauksia, jotka olivat yli 30 prosenttia niiden nettoarvosta.

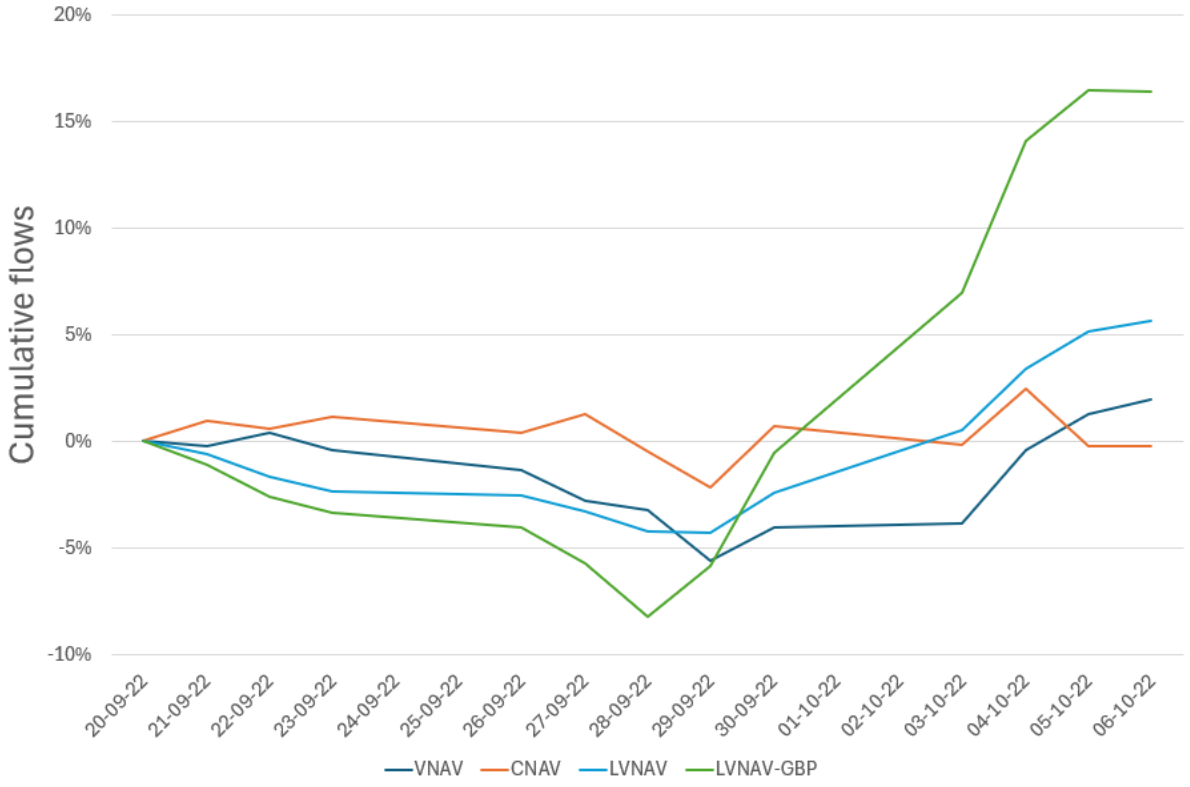
Yksi syy tähän epätasaisuuteen ovat sijoittajien käyttötapaukset. Kolme tyyliteltyä ”äärimmäistä” esimerkkiä havainnollistavat, miten samaan rahamarkkinarahastoon voi kohdistua hyvin erilaisia lunastusmalleja riippuen sijoittajapohjasta ja sijoittajien käyttäytymisestä erilaisissa markkinatilanteissa.

1) **Rahamarkkinarahastojen käyttö maksuvalmiuden hallintaan / maksujen välineenä (ennakoitava sykli):** Jotkut yhteisösijoittajat käyttävät vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahastoja **käteisvarastoina transaktioita varten**, esimerkiksi siten, että käteisvaroja sijoitetaan, kun maksuja/preemioita kerätään ja lunastetaan sitten **ennakoitavassa tahdissa** (esimerkiksi eläkkeenmaksusyklien mukaisesti). Tällaisessa tilanteessa ulosvirtaukset ovat usein **aikataulutettuja ja ne voidaan ennustaa**, joten mahdollisessa likviditeetin vähenemisessä on pikemminkin kyse suunnitellusta vaihtelusta kuin sijoittajapaosta. Vastaavia esimerkkejä ovat eläkejärjestelmät, joiden sisäänvirtaukset (maksut) ovat säännöllisiä ja joiden ulosvirtaukset (etuussuoritukset) ovat jaksoittaisia, minkä vuoksi niiden kassavirran rakenteet ovat ennakoitavia.
2) **Rahamarkkinarahastojen käyttö vakuuksiin liittyvänä likviditeettivälineenä (mahdollisesti tavanomaista jyrkempi vaihtelu):** Kun rahamarkkinarahastoja käytetään **likviditeettivarantoina vakuuksia varten** (suoraan tai välillisesti) johdannaisten, takaisinostotransaktioiden tai velkapohjaiseen sijoittamiseen liittyvien vakuustarpeiden yhteydessä, lunastuksiin vaikuttavana tekijänä voivat olla **markkinoiden muutokset ja niihin liittyvät vakuuksien muutospyynnöt**. Vivutetuissa velkapohjaisissa rahastoissa vakuustarpeet voivat lisääntyä nopeasti tuottojen kasvaessa (mikä heijastaa markkinahintaan arvostamisesta aiheutuvia tappioita), jolloin monet markkinatoimijat pyrkivät saamaan käteisvaroja samaan aikaan. Näissä olosuhteissa sijoittajat saattavat lunastaa rahamarkkinarahastojen osakkeita/osuuksia täyttääkseen vakuusvaatimukset tai käyttää rahamarkkinarahasto-osuuksiaan vakuuksien hallinnan työnkuluissa. Tästä aiheutuva **likviditeetin kysyntä on myötäsyklisempää ja korreloivampaa** kuin pelkästään maksuvalmiuden hallintaan liittyvästä käytöstä aiheutuva kysyntä.
3) **Rahamarkkinarahastojen käyttö muiden saman rahamarkkinarahaston varainhoitajan hallinnoimien rahastojen käteisvarojen yhdistämiseen. Tässä tapauksessa lunastusvirrat ovat rahaston hoitajan näkyvillä**.

### 6.2 Velkapohjaiseen sijoittamiseen liittyvä markkinatapahtuma

Syyskuun 2022 lopussa Yhdistyneen kuningaskunnan valtionobligaatioiden tuotot nousivat jyrkästi ja eläkerahastojen käyttämissä velkapohjaisissa sijoitusstrategioissa havaittiin vakavaa painetta. Tämä aiheutti velkapohjaisille sijoitusrahastoille suuria markkinahintaan arvostamisesta aiheutuvia tappioita, mikä puolestaan sai aikaan vaihtuvien vakuuksien muutospyyntöjä. Nämä vakuuksien muutospyynnöt saivat aikaan äkillistä ja merkittävää käteisvarojen kysyntää, joka levisi Englannin punnan määräisiin rahamarkkinarahastoihin, vaikka rahamarkkinarahastot eivät olleet tämän äkillisen ja äärimmäisen likviditeetin kysynnän lähde. Osassa rahamarkkinarahastoista oli nopeaa ulosvirtausta erityisesti yhteisösijoittajien taholta, mihin rahastot reagoivat lisäämällä likviditeettipuskureita ja lyhentämällä salkkujen maturiteetteja.

**Kaavio II.2: Velkapohjaiseen sijoittamiseen liittyvän kriisin vaikutus rahamarkkinarahastojen virtauksiin**



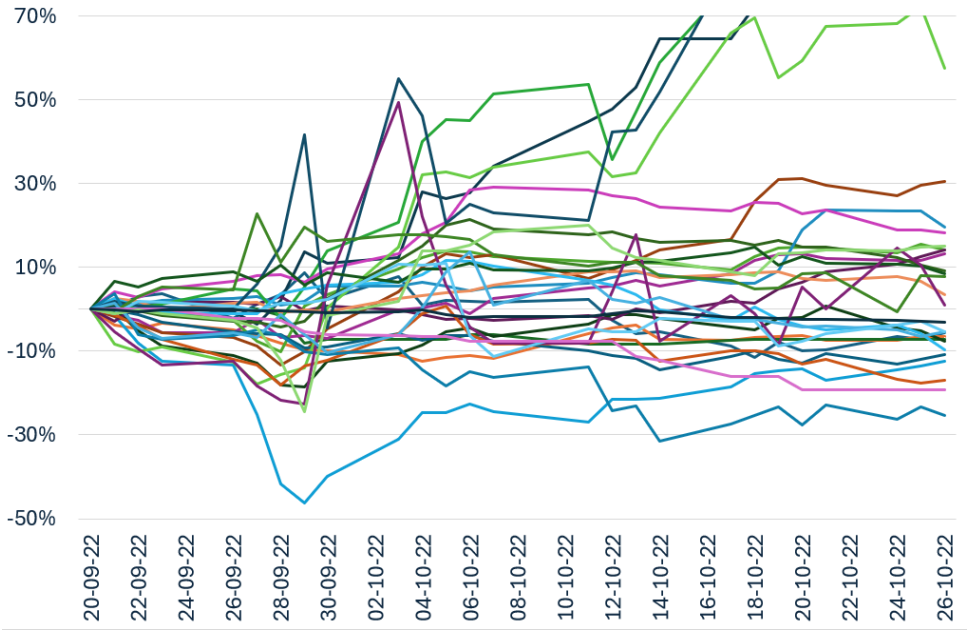

Lähteet: Crane Data ja kansalliset toimivaltaiset viranomaiset sekä rahamarkkinarahastot, joiden nettoarvo on yli 100 miljoonaa euroa.

Huomautus: kumulatiiviset nettovirtaukset rahamarkkinarahastojen tyypin mukaan prosentteina nettoarvosta.

Rahamarkkinarahastot reagoivat sijoittajien äkilliseen likviditeetin kysyntään velkapohjaiseen sijoittamiseen liittyvän markkinatapahtuman yhteydessä vieläkin voimakkaammin kuin covid-19-pandemian aikana. Osassa rahamarkkinarahastoissa oli sisäänvirtauksia, kun taas toisiin kohdistui toisinaan voimakkaita lunastuspaineita. Velkapohjaiseen sijoittamiseen liittyvän markkinatapahtuman vaikutus Englannin punnan määräisiin alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastoihin oli hyvin vaihteleva, ja se vaikutti vain muutamaan rahastoon koko sektorin sijaan.

Tämä vaihteleva vaikutus näkyy ulosvirtausten jakautumisessa. Vaikka mediaanirahastossa oli –9 prosentin viikoittaiset ulosvirtaukset (–10 % kumulatiivisesti), alempaan häntäalueeseen kohdistui vakavampaa painetta:10. prosenttipisteessä viikoittaiset ulosvirtaukset olivat –21 prosenttia ja vaikutuksista eniten kärsinyt 1 prosentti rahastoista koki vain yhden viikon aikana lähes 37 prosentin (–42 % kumulatiivisesti) menetykset. Tämä korostunut vinouma osoittaa, että stressi keskittyi varoihin, joita käytettiin voimakkaasti velkapohjaisissa strategioissa likviditeettipuskureina vakuuksien muutospyyntöjen ja vakuusvaatimusten täyttämiseen. Sitä vastoin Englannin punnan määräiset alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastot, joita käytettiin laajempiin likviditeetinhallintatarkoituksiin ja joilla on monipuolisemmat sijoittajapohjat ja vähemmän suoria yhteyksiä vakuuksien muuntamiseen tai valtionobligaatioiden takaisinostotoimintaan, kirjasivat sisäänvirtauksia samana ajanjaksona.

**Kaavio II.3: Nettoarvon ja Englannin punnan määräisten alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastojen kehitys velkapohjaiseen sijoittamiseen liittyvän markkinatapahtuman aikana**




Lähteet: Crane Data ja kansalliset toimivaltaiset viranomaiset.
Huomautus: Kukin viiva kuvaa kumulatiivisia nettovirtauksia prosenttiosuutena nettoarvosta (y-akseli) sellaisten Englannin punnan määräisten alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastojen osalta, joiden nettoarvo on yli miljardi euroa. Positiiviset arvot tarkoittavat nettomerkintöjä ja negatiiviset arvot nettolunastuksia. Esimerkit osoittavat, että vaikka Englannin punnan määräisiin alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastoihin kohdistui velkapohjaiseen sijoittamiseen liittyvän kriisin aiheuttaman markkinatapahtuman aikana merkittäviä lunastuksia, vaikutus oli epätasainen kyseisessä rahamarkkinarahastojen luokassa.

# 7 LIITE III: MARKKINOIDEN HÄIRIÖNSIETOKYVYN TASOT

## 7.1 Lunastushäiriöiden kalibrointi

Lunastushäiriöiden arvioinnissa testattiin useita malleja käyttäen eri tietolähteitä (Crane Data, kansalliset toimivaltaiset viranomaiset, Morningstar) ja metodologisia lähestymistapoja ja keskittyen erityisesti tietojen laatuun liittyvien kysymysten käsittelyyn ja luotettavuuden varmistamiseen.

Valinta kohdistui lopulta lunastusten ensimmäiseen prosenttipisteeseen (prosentteina nettoarvosta), koska se kuvastaa vakavia mutta uskottavia stressikausien olosuhteita samalla, kun mahdollisten tietovirheiden tai poikkeavien arvojen vaikutus jää rajalliseksi.

Tämä prosenttipiste kalibroidaan covid-19-pandemiaan liittyvän markkinatapahtuman perusteella, ja siksi se kuvastaa erittäin epäsuotuisaa skenaariota. On huomattava, että tällaiset skenaariot eivät välttämättä ole realistisia monille rahamarkkinarahastoille, jotka hyötyvät ennustettavasta sijoittajapohjasta. Tämän vakavan lähestymistavan katsotaan kuitenkin olevan asianmukainen mahdollisten leviämisriskien, erityisesti maineriskien leviämisen, yhteydessä.

Leviämisen merkityksellisyyttä voidaan arvioida myös asiakkaan tuntemiseen liittyvien käytäntöjen yhteydessä sekä ottaen huomioon, että rahamarkkinarahastojen on annettava sijoittajilleen säännöllisesti lakisääteisiä tietoja. Lisäksi monet sijoittajat tarvitsevat useammin annettavia ja yksityiskohtaisempia tietoja, mikä voi edelleen vähentää leviämisriskejä.

**Taulukko III.1: Ensimmäisen prosenttipisteen lunastusskenaarion jakauman vaihteluväli eri tietolähteissä [min. 1. prosenttipiste, maks. 1. prosenttipiste]**

| | Päivittäinen | Viikoittainen | Kuukausittainen |
|---|---|---|---|
| **Vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahasto** | [–4 % ;–8 %] | [–6 % ;–19 %] | [–16 % ;–45 %] |
| – **Tavanomainen vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahasto** | [–4 % ;–8 %] | [–4 % ;–21 %] | [–9 % ;–45 %] |
| – **Lyhyt vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahasto** | [–3 % ;–10 %] | [–6 % ;–15 %] | [–17 % ;–26 %] |
| **Alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahasto** | [–6 % ;–11 %] | [–7 % ;–28 %] | [–28 % ;–45 %] |
| – **Yhdysvaltain dollarin määräinen alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahasto** | [–9 % ;–12 %] | [–16 % ;–26 %] | [–30 % ;–44 %] |
| – **Englannin punnan määräinen alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahasto** | [–8 % ;–11 %] | [–16 % ;–30 %] | [–26 % ;–47 %] |
| **Kiinteän nettoarvon rahamarkkinarahasto** | [–5 % ;–14 %] | [–4 % ;–22 %] | [–1 % ;–34 %] |
| **Kaikki rahamarkkinarahastotyypit** | [–6 % ;–11 %] | [–7 % ;–26 %] | [–21 % ;–45 %] |

Lähteet: Crane Data, Morningstar, kansallisten toimivaltaisten viranomaisten tiedot.

## 7.2 Markkinoiden häiriönsietokykyä koskevien kynnysarvojen kalibrointi

EU:n rahamarkkinarahastot pystyvät yleensä kestämään 7.1 jaksossa yksilöidyt lunastushäiriöt, mikä kuvastaa viikoittaisten likvidien varojen määrän hajontaa alalla. On kuitenkin edelleen ratkaisevan tärkeää, että käytössä on vankat valvontajärjestelmät ja tehokkaat riskienhallintajärjestelmät sen varmistamiseksi, että likviditeetin tasot on räätälöity kunkin rahaston erityistilanteeseen.

Tältä osin tässä jaksossa kalibroidaan viikoittaisten likvidien varojen häiriönsietokykytasot, joiden ansiosta rahamarkkinarahastot kykenisivät kestämään 7.1 jaksossa kalibroidut lunastusskenaariot, jos niitä sovelletaan yhdenmukaisesti vähimmäisvertailuarvoina.

**Kalibroinnissa käytettiin alla esitettyä menetelmää:**

1. Analyysissä arvioidaan se lunastusten määrä, jonka rahamarkkinarahastot pystyvät kattamaan ennen kuin niiden päivässä likvidit varat laskevat alle lakisääteisen vähimmäistason. Tätä varten tarkastellaan viikoittaisten likvidien varojen eri vähimmäistasoja käyttämällä todellisia tietoja salkun koostumuksesta ja kuoletuksesta.

2. Viikoittaisten likvidien varojen häiriönsietokykyä koskevien kynnysarvojen kalibroimiseksi tuloksia verrataan 7.1 jaksossa yksilöityihin rahamarkkinarahastoihin sovellettaviin lunastusskenaarioihin (ks. taulukko III.1). Analyysissä otetaan huomioon salkun kuoletus. Lisäksi sovelletaan seuraavia varovaisia oletuksia:

   – lunastukset suoritetaan yksinomaan olemassa olevilla päivittäisillä likvideillä varoilla ja viikoittaisilla likvideillä varoilla, ja ainoastaan päivittäisiin likvideihin varoihin ja viikoittaisiin likvideihin varoihin kuuluvia omaisuuseriä myydään;

   – päivittäiset likvidit varat pidetään lakisääteisiä vähimmäisvaatimuksia suurempina[11].

**Taulukko III.2: Kalibroinnissa käytetty skenaario**:

| Rahamarkkinarahaston tyyppi | Päivittäinen | Viikoittainen | Kuukausittainen |
|---|---|---|---|
| **Tavanomainen vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahasto** | –8 % | –17 % | –34 % |
| **Vakaan nettoarvon rahamarkkinarahasto** | –15 % | –30 % | –47 % |

Lähteet: Crane Data, Morningstar, kansallisten toimivaltaisten viranomaisten tiedot.

**Analyysi osoittaa, että vakaan nettoarvon rahamarkkinarahastojen osalta 35–40 prosentin viikoittaisten likvidien varojen häiriönsietokykytaso ja vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahastojen osalta 20 prosentin taso ovat riittävät stressikausien markkinaolosuhteiden kestämiseksi.** Pitämällä viikoittaiset likvidit varat vähintään tällä häiriönsietokykytasolla EU:n rahamarkkinarahastot pystyisivät kestämään (eli pitämään päivittäiset likvidit varat lakisääteisten vähimmäistasojen yläpuolella) 7.1 jaksossa kalibroidut vakavat lunastushäiriöt.

[11] Tämä on varovainen oletus, koska käytännössä rahamarkkinarahastot voivat antaa päivittäisten likvidien varojen laskea tilapäisesti lakisääteisen vähimmäistason alapuolelle pystyäkseen täyttämään lunastustoimeksiannot ja voivat myös myydä omaisuuseriä tai käyttää sisään tulevia kassavirtoja.