EURÓPAI
BIZOTTSÁG

Brüsszel, 2026.5.11.
COM(2026) 350 final

# A BIZOTTSÁG JELENTÉSE AZ EURÓPAI PARLAMENTNEK ÉS A TANÁCSNAK

## a pénzpiaci alapokról szóló (EU) 2017/1131 európai parlamenti és tanácsi rendelet prudenciális és gazdasági szempontú megfelelőségéről

## VEZETŐI ÖSSZEFOGLALÓ

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

A PPA-rendeletben foglalt biztosítékok célja a PPA-k rezilienciájának megerősítése, ami alapvető fontosságú a termék iránti befektetői bizalom szempontjából. A Bizottság 2023. évi PPA-jelentése[1] megállapította, hogy a keret általában véve hatékony a likviditási kockázatok csökkentésében, továbbá azonosította a likviditási kockázatok bizonyos aspektusait, amelyek további vizsgálatot igényelnek. Ez a jelentés a likviditási kockázatokkal kapcsolatos kiegészítő elemzés eredményeit, valamint a PPA-k rezilienciájának javítására vonatkozó következtetéseket ismerteti.

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

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

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

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

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

## Tartalom


**VEZETŐI ÖSSZEFOGLALÓ** ..... **1**

**RÖVIDÍTÉSEK** ..... **3**

**1. BEVEZETÉS** ..... **4**

**2. A PPA-k likviditáskezelésének értékelése** ..... **6**

2.1. Likviditási tartalékok szintjei ..... 6

2.2. Hogyan teljesítik a PPA-k a visszaváltási kérelmeket? ..... 9

**3. A PPA-PIAC MEGFELELŐ REZILIENCIASZINTJEINEK ÉRTÉKELÉSE** ..... **11**

**4. KÖVETKEZTETÉS** ..... **12**

**5. I. MELLÉKLET: LIKVIDITÁSI TARTALÉKOK SZINTJEI** ..... **13**

5.1. A likviditási tartalék szintjeire vonatkozó statisztika ..... 13

5.2. Példák a jelentős visszaváltási sokkokkal szembesülő PPA-kra ..... 13

**6. II. MELLÉKLET: A VISSZAVÁLTÁSOK ALAKULÁSA PIACI STRESSZHELYZETBEN** ..... **15**

6.1. A piaci stressz a Covid19-világjárvány kezdetén ..... 15

**6.1.1. Általános piaci hatás** ..... **15**

**6.1.2. A PPA-kat érő egyenlőtlen hatások és reakciók** ..... **15**

6.2. Az LDI-hez kapcsolódó piaci esemény ..... 16

**7. III. MELLÉKLET: PIACI REZILIENCIASZINTEK** ..... **19**

7.1. A visszaváltási sokkok kalibrálása ..... 19

7.2. A „piaci rezilienciára vonatkozó küszöbértékek” kalibrálása ..... 19

**RÖVIDÍTÉSEK**

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

## 1. BEVEZETÉS

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

**Az uniós PPA-k dióhéjban**

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

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

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

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

A PPA-rendelet harmonizált keretet biztosít az ágazat rezilienciájának megerősítése és a rendszerszintű kockázat csökkentése érdekében, olyan rendelkezésekkel, amelyek többek között az elfogadható eszközökre, a portfólió összetételére, az értékelésre, a kockázatkezelésre, a tőkeáttétel tilalmára, az átláthatóságra és a jelentéstételre vonatkoznak. A portfólió összetételére vonatkozó követelmények a PPA-rendelet központi pillérét képezik. Ezek közé tartoznak a PPA-k likviditásának biztosítását célzó, például a likviditási tartalékokra vonatkozó rendelkezések, valamint a PPA kezelőjének szerepét és feladatait leíró rendelkezések (például a futamidőkorlátokra és hitelminőségre vonatkozóan[2], lásd alább). Az uniós PPA-k különböző típusait, fő jellemzőit és szabályozási követelményeit az 1. táblázat tartalmazza. Bemutatja az azon napi és heti likvid eszközökre vonatkozó alsó szabályozási küszöbértékeket, amelyekkel a PPA-knak rendelkezniük kell. A PPA-rendeletben szereplő alsó

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

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

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

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

A Bizottság 2023-ban jelentést[3] tett közzé (a 2023. évi PPA-jelentést), amely azt mutatja, hogy „*a PPA-rendelet sikeresen kiállta a PPA-k által a Covid19-cel kapcsolatos, 2020. márciusi piaci zavarok, a közelmúltbeli kamatemelések és a kapcsolódó pénzügyieszköz-újraárazás során tapasztalt likviditási stressz próbáját*”[4]. Bár a jelentés arra a következtetésre jutott, hogy a keret általában véve képes biztosítani az ágazat rezilienciáját, rávilágított a likviditásikockázat-kezelés bizonyos szempontjaira, amelyek további vizsgálatot igényelnek a PPA-k rezilienciájának biztosítása érdekében.

A 2023. évi PPA-jelentés nyomon követéseként ez a jelentés széles körű elemzés alapján értékeli a PPA-k működését, számos adatforrásra[5] és konzultációra[6] támaszkodva a likviditási kockázatok kezelésének vizsgálata során. Értékeli, hogy a PPA-k hogyan reagálnak a likviditási sokkokra, és hogy a kezelők hogyan csökkentik a likviditási kockázatot, különösen likviditási tartalékok révén.

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

[3] A Bizottság jelentést fogadott el a pénzpiaci alapokról szóló rendelet működéséről – Pénzügyek.
[4] 2023. évi PPA-jelentés, 21. o.
[5] Az adatok a következő forrásokból származnak: Crane Data, Morningstar, ESMA és az illetékes nemzeti hatóságok.
[6] A Bizottság célzott konzultációja a pénzpiaci alapokról szóló rendelet működéséről, 2022. április 12., valamint a Bizottság célzott konzultációja a nem banki pénzügyi közvetítésre (NBFI) vonatkozó makroprudenciális politikák megfelelőségének értékeléséről, 2024. május 22.

## 2. A PPA-K LIKVIDITÁSKEZELÉSÉNEK ÉRTÉKELÉSE

### 2.1. Likviditási tartalékok szintjei

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

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

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

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

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

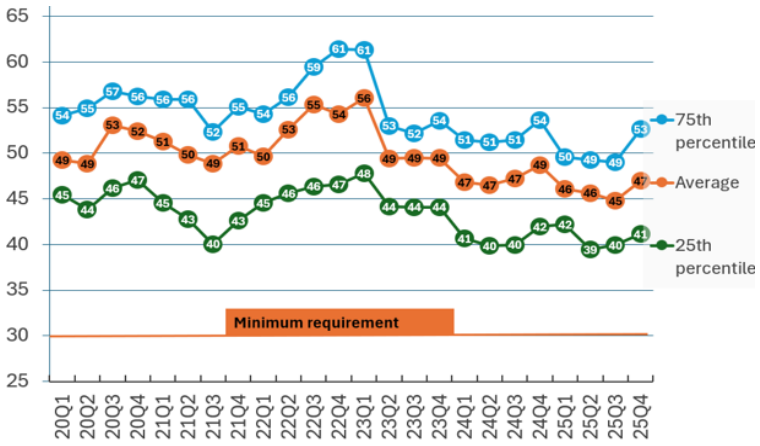
| | | A PPA típusa | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | **Állandó nettó eszközérték (CNAV)** | **Alacsony volatilitású nettó eszközérték (LVNAV)** | **Rövid lejáratú VNAV** | **Sztenderd VNAV** |
| **Napi likvid eszközök** | **25. percentilis** | 24 % | 25 % | 11 % | 8 % |
| | **Átlag** | 40 % | 33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

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

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

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

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




Forrás: Európai Bizottság, az ESMA 2020 első negyedévétől 2025 negyedik negyedévéig tartó időszakra vonatkozó adatai alapján
Megjegyzés: Az átlagos heti likvid eszközök, illetve a 25. és 75. percentilishez tartozó heti likvid eszközök tendenciái (a nettó eszközérték százalékában) az alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k esetében.

Hasonló minták figyelhetők meg a PPA-rendelet szerinti egyéb mennyiségi követelmények esetében is, ami prudens megközelítésre utal a PPA-ágazat egészében. A WAL mutató szintjei például jóval az alkalmazandó szabályozási felső határok alatt maradtak. Az állandó nettó eszközértékű, az alacsony volatilitású nettó eszközértékű és a rövid lejáratú változó nettó eszközértékű PPA-k esetében a WAL mutató átlagos és a medián szintje általában 40 és 65 nap között mozgott, míg a szabályozási maximum 120 nap volt. Ez azt jelzi, hogy az eszközök futamideje átlagosan mintegy kétszer-háromszor rövidebb a szabályozási határértéknél, **ami gyorsabb visszafizetést tesz lehetővé, és hozzájárul a likviditási tartalékok feltöltéséhez**. A sztenderd változó nettó eszközértékű PPA-k magasabb WAL-szintet mutattak, az átlagos és medián szintek 110–125 nap körül mozogtak, ami jóval a 360 napos szabályozási felső határ alatt van[7].

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

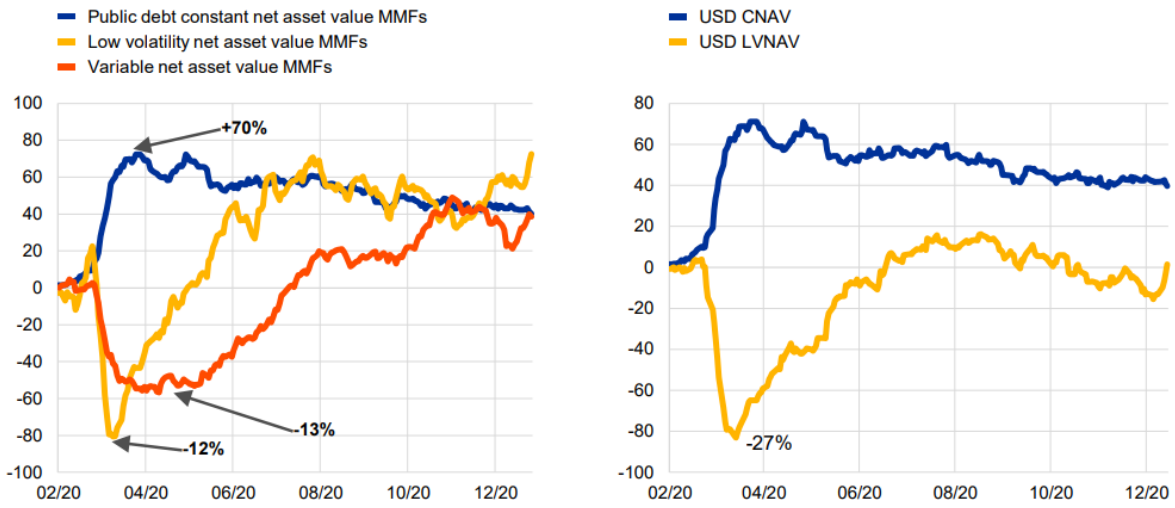
A PPA-k általában a szabályozási minimumokat meghaladó tartalékokkal működnek, bár ezek mértéke eltérő lehet. Ennek oka, hogy a PPA-k eltérő jellemzőkkel rendelkeznek, beleértve a kategóriát (változó nettó eszközértékű, alacsony volatilitású nettó eszközértékű vagy állandó nettó eszközértékű), a devizanemet,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

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

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

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

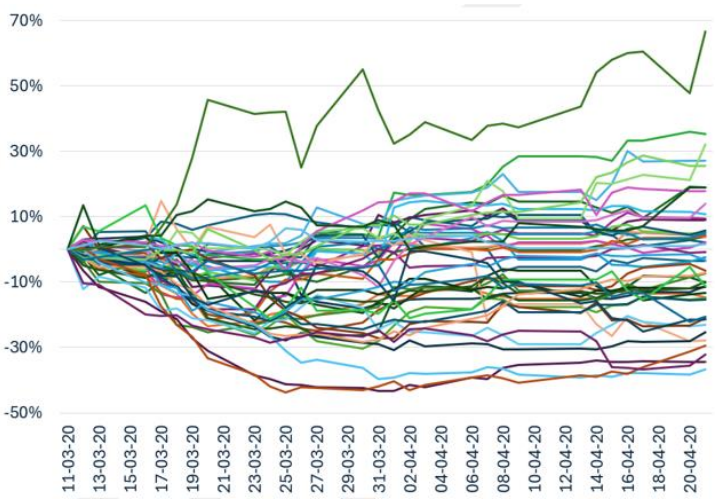
**2. ábra: A PPA-k nettó kumulált pénzáramlásai a Covid19-cel kapcsolatos piaci esemény kezdetén**




Források: ERKT-jelentés, 2021. július, Issues note on systemic vulnerabilities of and preliminary policy considerations to reform money market funds (Feljegyzés a pénzpiaci alapok rendszerszintű sebezhetőségeiről és reformjuk előzetes szakpolitikai megfontolásairól)
Megjegyzés: Nettó kumulált napi forgalom PPA-típusok szerinti bontásban, milliárd euróban (y tengely) kifejezve. A pozitív értékek a nettó jegyzéseket, míg a negatív értékek a nettó visszaváltásokat jelzik. A százalékos arányok a nettó eszközértékéhez viszonyított pénzmozgásokat mutatják az alapok egyes típusainál.

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

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




Források: Crane Data és az illetékes nemzeti hatóságok

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

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

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

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

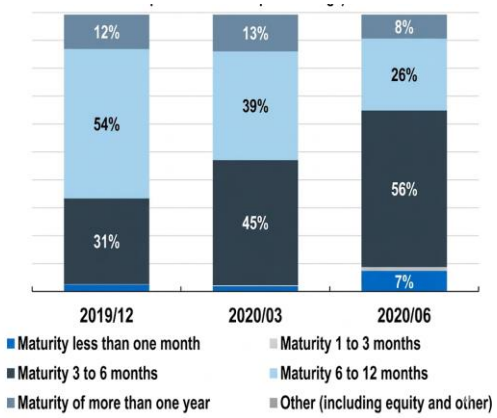
**Rendes piaci körülmények között a PPA-k jellemzően „mechanikus műveletek” révén tartják fenn és töltik fel likviditási tartalékaikat.** Ez nemcsak azon ismétlődő ciklus révén valósul meg, hogy a magas minőségű, rövid lejáratú eszközök (CP/CD/kincstárjegyek[8]) lejáratakor befolyó készpénzt folyamatosan új, rövid lejáratú eszközökbe fektetik be újra, hanem a másodlagos piaci ügyletek és az egynapos fedezett finanszírozás (pl. fordított repoügyletek) alkalmazása révén is, amelyek volumene naponta növelhető vagy csökkenthető. Ezt a folyamatot a PPA-rendelet szigorú lejárati követelményei alapján szabályozzák és felügyelik, különös tekintettel a súlyozott átlagos élettartamra, amely összességében korlátozza a PPA-eszközök átlagos lejáratát, és minden egyes eszköz esetében külön-külön korlátozza a lejáratot (lásd az 1. táblázatot).

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

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

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

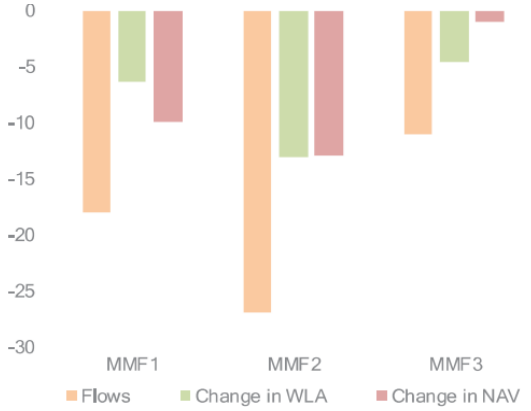
**4. ábra: A PPA-k kötvényeinek összetételében bekövetkezett változások**




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

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

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




Forrás: ESMA jelentés, Vulnerabilities in money market funds (A pénzpiaci alapok sebezhetőségei), 2021

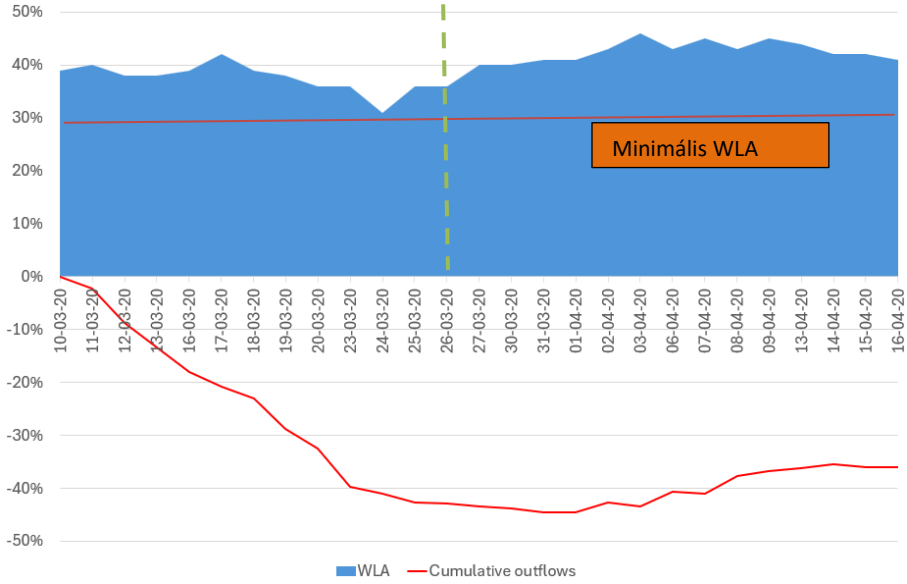
Megjegyzés: Hétnapos nettó pénzáramlások, WLA a nettó eszközérték százalékában és a nettó eszközérték eltérése (bázispontokban), 2020. március 25-i állapot.

Az egyes PPA-k szintjén a jelentős mértékű visszaváltási kérelemmel szembesülő alapok elemzése hasonló mintát mutatott: ezek az alapok prioritásként kezelték a likviditás fenntartását, és likviditási tartalékok csökkenését követően gyorsan újra tudták építeni azokat (lásd a 6. ábrát és az I. mellékletet). Összességében az egyes PPA-kat érő visszaváltási sokkok kisebbek voltak a fenntartott likviditási tartalékok nagyságánál, ami lehetővé tette, hogy az alapok gyorsan teljesítsék a visszaváltási kérelmeket. A 6. ábra egy olyan alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA példáját mutatja be, amely szélsőséges visszaváltási helyzettel szembesült, valamint azt, hogy a referencia-időszakban hogyan tartotta a szabályozói minimumok felett a heti likviditási tartalékokat. Az időszak alatti 45 %-os kiáramlás ellenére a WLA nem csökkent 30 % alá[10].

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

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

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




Források: Crane Data és az illetékes nemzeti hatóságok

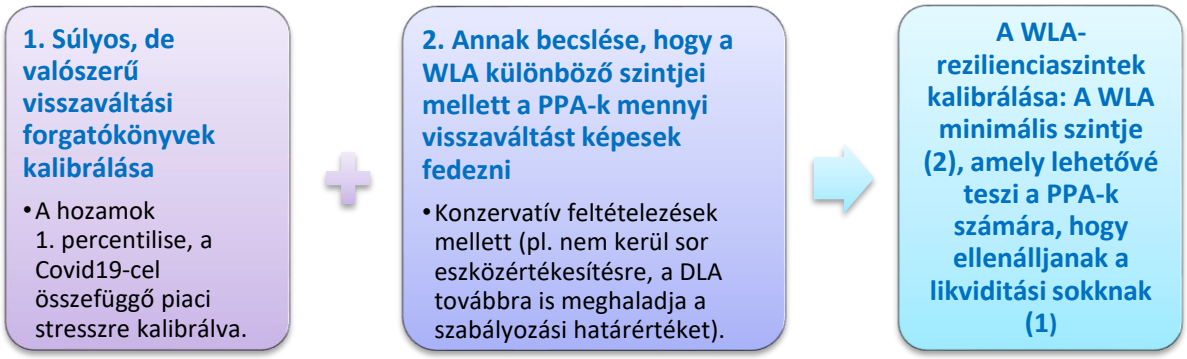
Megjegyzés: Példa egy alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-ra, amely nagyon jelentős kiáramlásokkal szembesül, szemléltetve a WLA-ra gyakorolt hatást és a likviditás ezt követő helyreállítását. Az egyéb példákat lásd az I. mellékletben.

## 3. A PPA-PIAC MEGFELELŐ REZILIENCIASZINTJEINEK ÉRTÉKELÉSE

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

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

**A WLA-rezilienciaszint kalibrálásához használt módszertan fő lépései**




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

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

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

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

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

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

## 4. KÖVETKEZTETÉS

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

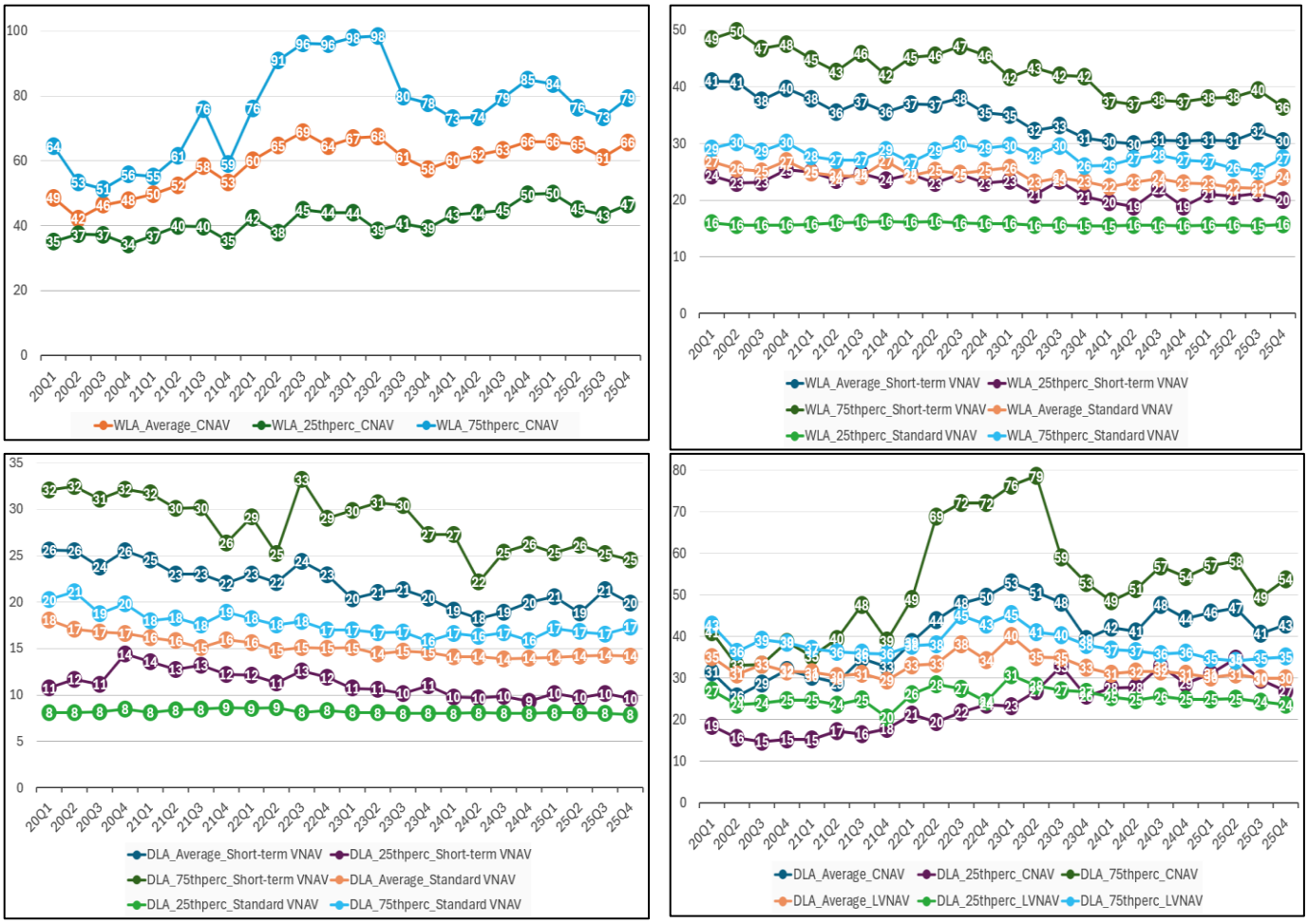
A 3. szakaszban szereplő megállapítások azt mutatják, hogy az azonosított WLA-rezilienciaszintek alkalmasak arra, hogy felügyeleti és likviditásikockázat-kezelési referenciamutatóként szolgáljanak – e szintek alatt a piac átfogó rezilienciájának biztosítása érdekében érdemben növelni kell a PPA-k és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

# 5. I. MELLÉKLET: LIKVIDITÁSI TARTALÉKOK SZINTJEI

## 5.1. A likviditási tartalék szintjeire vonatkozó statisztika

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

**I.1. ábra: A WLA és DLA szintjei**

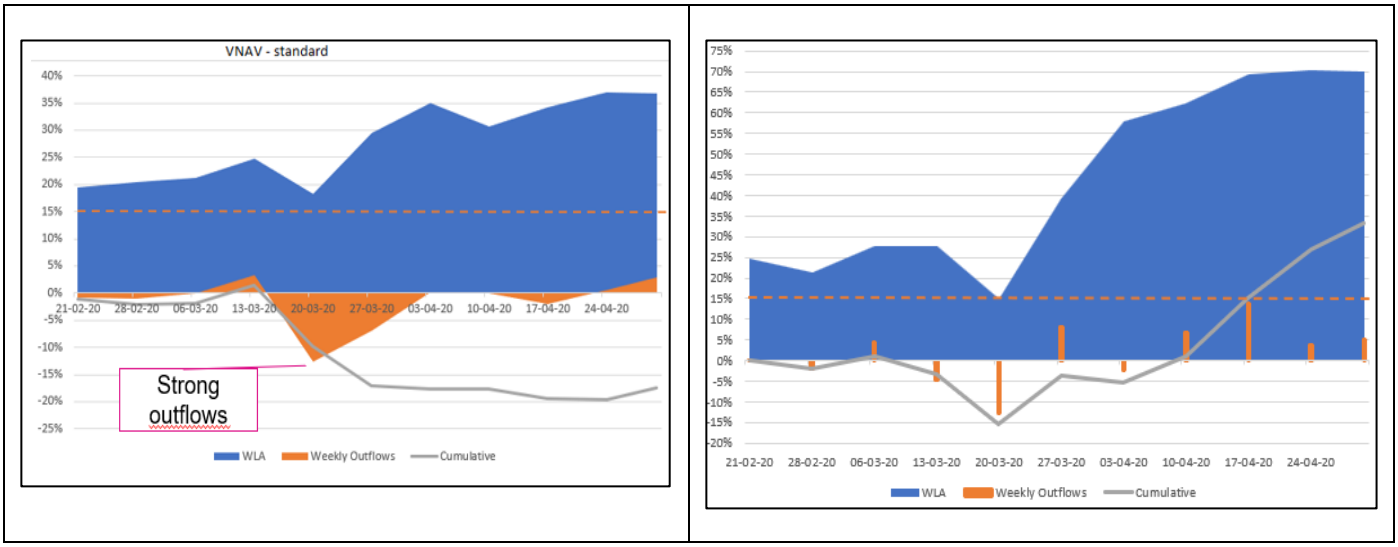



Forrás: Európai Bizottság, az ESMA 2020 első negyedévétől 2025 negyedik negyedévéig tartó időszakra vonatkozó adatai alapján
Megjegyzés: Az átlaghoz tartozó heti likvid eszközök, illetve a 25. és 75. percentilishez tartozó heti likvid eszközök tendenciái (a nettó eszközérték százalékában) az alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k esetében.

## 5.2. Példák a jelentős visszaváltási sokkokkal szembesülő PPA-kra

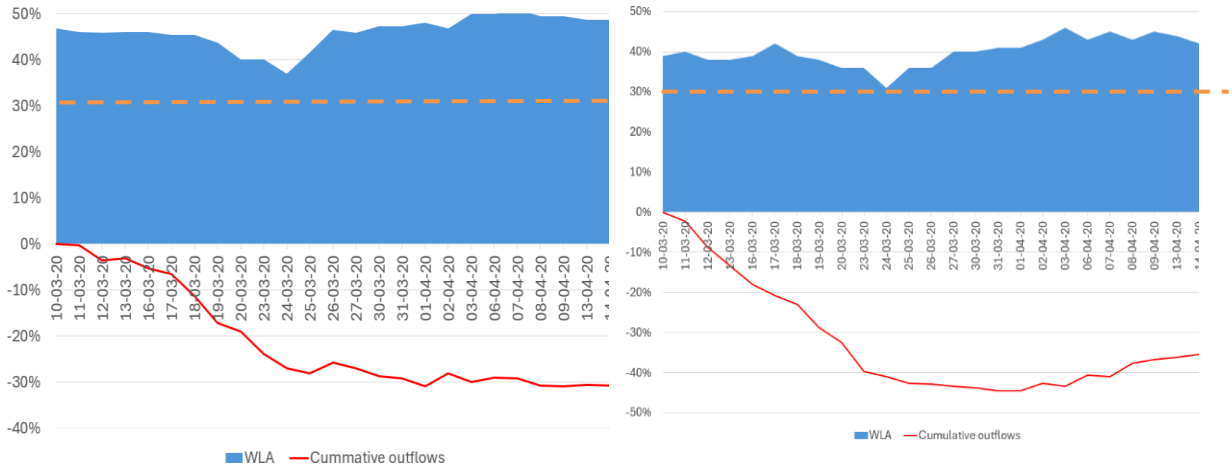
A likviditási tartalék feltöltésének elemzése az alapok azon alsó 10 %-ára összpontosított, amelyek a legnagyobb kiáramlásokkal szembesültek. Az elemzés az illetékes nemzeti hatóságoktól származó felügyeleti adatokra, egyéb adatforrásokra, az alapok stresszhelyzeti piaci körülmények közötti likviditáskezeléséről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

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




Források: Crane Data és az illetékes nemzeti hatóságok
Megjegyzés: Két alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA példája, amely jelentős kiáramlásokkal szembesülnek, szemléltetve a WLA-ra gyakorolt hatást és a likviditási tartalékok ezt követő helyreállítását. A 15 %-os minimumszintet szaggatott vonal jelzi. .

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




Források: Crane Data és az illetékes nemzeti hatóságok
Megjegyzés: Két alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA példája, amelyek jelentős kiáramlásokkal szembesülnek, szemléltetve a WLA-ra gyakorolt hatást és a likviditási tartalékok ezt követő helyreállítását. A 30 %-os minimumszintet szaggatott vonal jelzi.

# 6. II. MELLÉKLET: A VISSZAVÁLTÁSOK ALAKULÁSA PIACI STRESSZHELYZETBEN

## 6.1. A piaci stressz a Covid19-világjárvány kezdetén

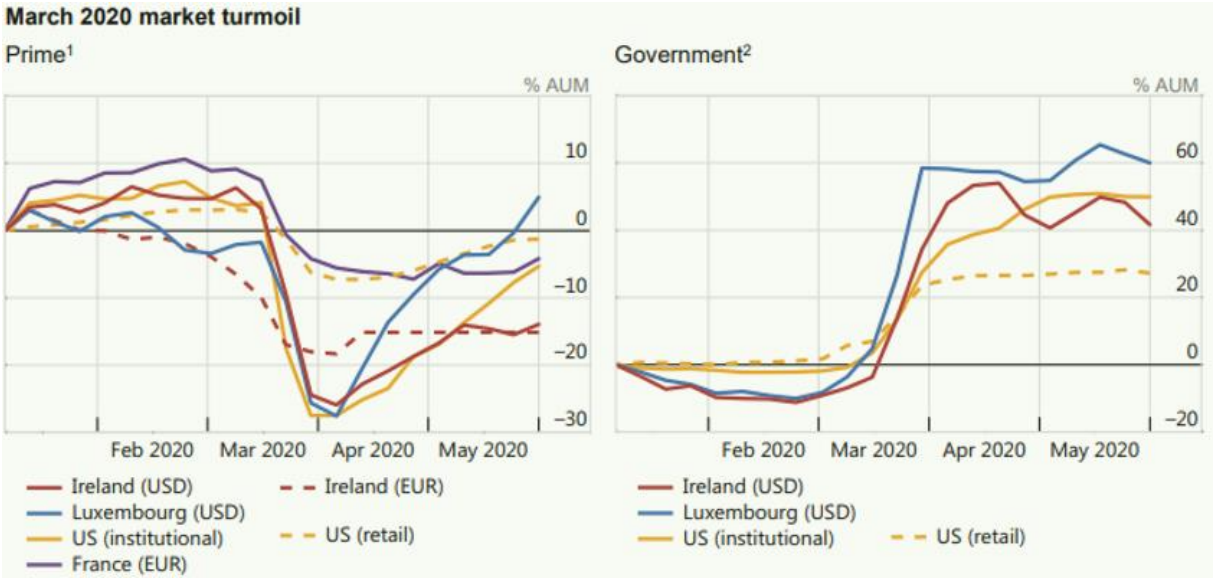
### 6.1.1. Általános piaci hatás

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

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

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

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




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

### 6.1.2. A PPA-kat érő egyenlőtlen hatások és reakciók

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

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

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

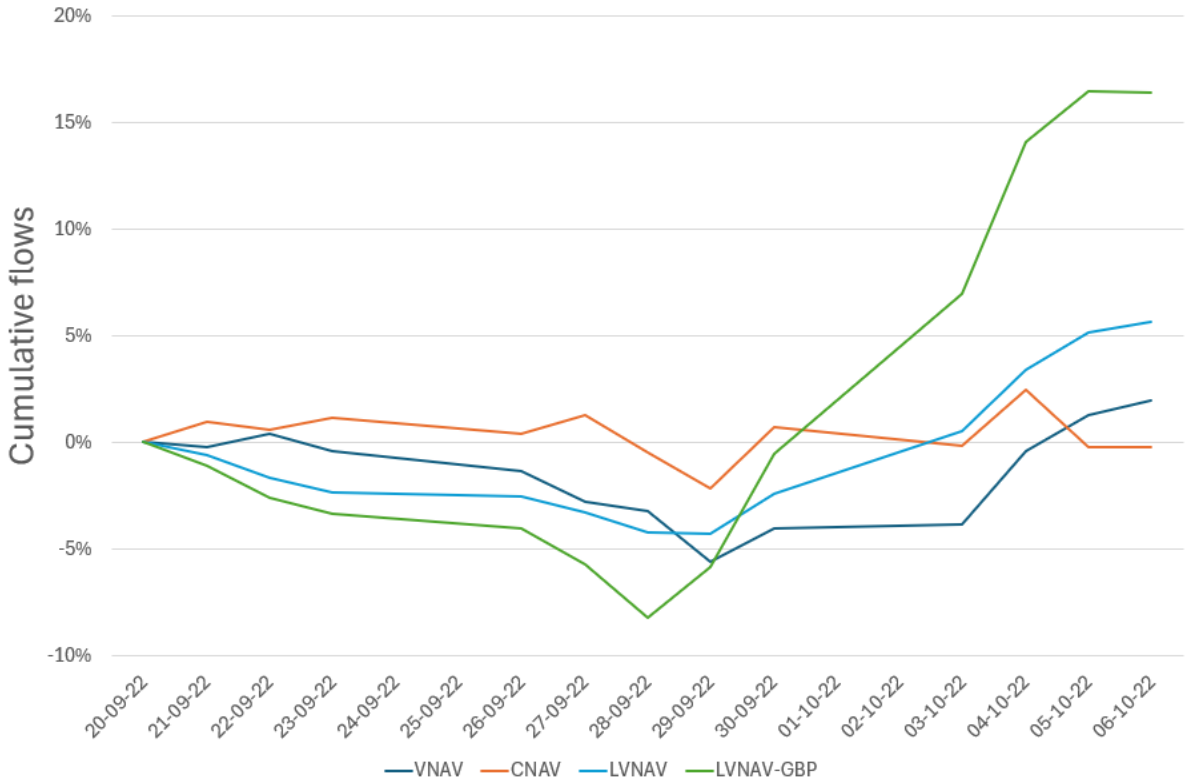
Ennek a heterogenitásnak az egyik oka a befektetők eltérő felhasználási célja. Három stilizált „szélsőséges" példa szemlélteti, hogy ugyanaz a PPA hogyan mutathat nagyon eltérő visszaváltási mintákat a befektetői körtől és annak a különböző piaci helyzetekben tanúsított magatartásától függően.

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

### 6.2. Az LDI-hez kapcsolódó piaci esemény

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

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

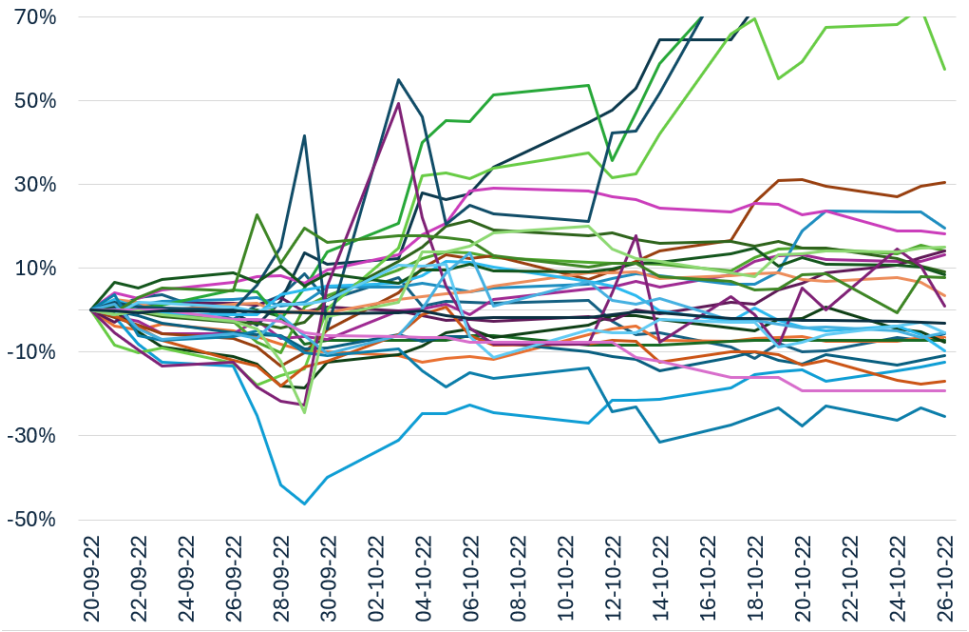



Források: Crane Data és az illetékes nemzeti hatóságok, 100 millió EUR-t meghaladó nettó eszközértékű PPA-k
Megjegyzés: Nettó kumulált pénzáramlások PPA-típusonként, a NAV százalékában kifejezve.

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

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

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




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

# 7. III. MELLÉKLET: PIACI REZILIENCIASZINTEK

## 7.1. A visszaváltási sokkok kalibrálása

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

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

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

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

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

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

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

## 7.2. A „piaci rezilienciára vonatkozó küszöbértékek” kalibrálása

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

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

**Az alábbi módszertan került alkalmazásra:**

1. Az elemzés megbecsüli azon visszaváltási volument, amelyet a PPA-k kezelni tudnak, mielőtt napi likvid eszközeik a szabályozási minimumszint alá csökkennének. Ehhez a minimális WLA különböző szintjeit kell figyelembe venni, a portfólió összetételére és amortizációjára vonatkozó valós adatok felhasználásával.

2. A WLA-rezilienciaküszöbök kalibrálása érdekében az eredményeket össze kell vetni a 7.1. szakaszban meghatározott, a PPA-kra alkalmazott visszaváltási forgatókönyvekkel (lásd a III.1. táblázatot). Az elemzés figyelembe veszi a portfólió amortizációját, és a következő konzervatív feltételezéseket alkalmazza:

    - a visszaváltásokat kizárólag a meglévő DLA és WLA terhére teljesítik, és a DLA-nak és WLA-nak minősülő eszközökön kívül más eszköz nem kerül értékesítésre,
    - a DLA a szabályozási minimumkövetelmények felett marad[11].

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

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

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

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

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