EUROOPAN
KOMISSIO

Bryssel 20.7.2023
COM(2023) 452 final

KOMISSION KERTOMUS EUROOPAN PARLAMENTILLE JA NEUVOSTOLLE

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

SISÄLLYSLUETTELO

1. JOHDANTO 3

1.1. Tausta 3

1.2. Kertomuksen oikeusperusta 4

1.3. Menetelmät ja kuulemisprosessi 4

2. RAHAMARKKINARAHASTOALA NYKYISIN 5

2.1. Keskeiset rahamarkkinarahastoasetuksella käyttöön otetut muutokset 5

2.2. Markkinoiden nykyinen rakenne 7

2.3. Viimeaikainen markkinakehitys ja saadut kokemukset 12

3. RAHAMARKKINARAHASTOASETUKSEN ASIANMUKAISUUS VAKAVARAISUUDEN JA TALOUDEN KANNALTA 16

3.1. Rahamarkkinarahastot ja EU:n jäsenvaltioiden liikkeeseen laskemat tai takaamat velkakirjat 16

3.2. Yhtenäiset määritelmät siirtokelpoisten varojen korkealle ja erittäin korkealle likvidiydelle ja luottoluokalle 17

3.3. Rahamarkkinarahastoasetuksen vaikutus lyhytaikaisen rahoituksen markkinoihin 18

3.4. Sääntelykehitys kansainvälisellä tasolla 20

3.4.1. Sijoittajapaon riskin pienentäminen 21

3.4.2. Vahvistetaan rahamarkkinarahastojen likviditeettiä ja kykyä kattaa tappiot 22

3.4.3. Muut toimenpiteet 24

3.5. Mahdollisuus ottaa käyttöön EU:n julkisen sektorin velkainstrumentteja koskeva 80 prosentin kiintiö 24

4. PÄÄTELMÄT 25

LYHENTEET

EKP	Euroopan keskuspankki
ESMA	Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen (European Securities and Markets Authority)
EJRK	Euroopan järjestelmäriskikomitea
EUR	euro
FSB	Finanssimarkkinoiden vakauden valvontaryhmä
Rahamarkkinarahastoasetus	Asetus (EU) 2017/1131 rahamarkkinarahastoista

1. JOHDANTO

1.1. Tausta

Rahamarkkinarahastoista annettua asetusta (EU) 2017/1131, jäljempänä ’rahamarkkinarahastoasetus’, ehdotettiin maailmanlaajuisen finanssikriisin jälkimainingeissa, kun kriisi oli paljastanut tiettyjä heikkouksia rahoitusmarkkinoilla ja niiden sääntelyjärjestelmissä kaikkialla maailmassa. Sen jälkeen, kun asetusta alettiin soveltaa tammikuussa 2019, se on vahvistanut merkittävästi rahamarkkinarahastojen sääntelyjärjestelmää EU:ssa finanssimarkkinoiden vakauden valvontaryhmän (FSB), kansainvälisen arvopaperimarkkinavalvojien yhteisön (IOSCO)[1] ja Euroopan järjestelmäriskikomitean (EJRK) suositusten mukaisesti.

Covid-19-pandemiaan liittynyt markkinoiden stressitilanne pani uuden sääntelykehyksen koetukselle. Tämän stressin vaikutukset rahamarkkinarahastoihin vaihtelivat eri lainkäyttöalueilla rahamarkkinarahastojen markkinoiden rakenteiden (esimerkiksi pääasiallisten rahamarkkinarahastojen tyyppien, sijoittajaprofiilien ja kohde-etuuksina toimivien sijoitusten) erojen sekä rahamarkkinarahastojen sääntelykehysten jäljellä olevien erojen vuoksi. Merkittävät keskuspankit, kuten Euroopan keskuspankki (EKP) ja Yhdysvaltain keskuspankki (US Federal Reserve), toteuttivat useita toimenpiteitä vaikutusten lieventämiseksi. Tällaisia toimenpiteitä olivat muun muassa yritystodistusten suorat ostot[2] ensi- ja jälkimarkkinoilla, luottojärjestelyjen tarjoaminen pankeille omaisuuserien ostamiseksi rahamarkkinarahastoista (Yhdysvaltain keskuspankki) ja jälleenrahoitusoperaatioiden hyväksyttävien vakuuksien laajentaminen vakuudettomiin pankkien joukkovelkakirjalainoihin (EKP). Nämä toimenpiteet paransivat likviditeettiä ja luottamusta lyhytaikaisen velan markkinoihin, ja tämä hillitsi osaltaan myös rahamarkkinarahastoista tehtäviä lunastuksia. Vaikka tietyntyyppisistä rahamarkkinarahastoista tapahtui merkittäviä ulosvirtauksia maaliskuussa 2020 ja muina markkinoiden stressikausina, minkään EU:n rahamarkkinarahaston ei tarvinnut ottaa käyttöön lunastusmaksuja tai lunastusrajoituksia[3] tai keskeyttää lunastuksia.

Covid-19-pandemian aiheuttaman markkinoiden stressikauden jälkeen Euroopan ja koko maailman vakavaraisuusviranomaiset alkoivat laatia poliittisia ehdotuksia rahamarkkinarahastojen häiriönsietokyvyn parantamiseksi. Erityisesti FSB[4], EJRK[5] ja Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen (ESMA)[6] ehdottivat useita uudistuksia sen

---

[1] Kansainvälinen arvopaperimarkkinavalvojien yhteisö (IOSCO) suoritti vertaisarvioinnin rahamarkkinarahastoja koskevien uudistusten täytäntöönpanosta eri lainkäyttöalueilla ja julkaisi 20. marraskuuta 2020 temaattisen arvioinnin tällaisten uudistusten täytäntöönpanon yhdenmukaisuudesta. Arvioinnissa vahvistetaan, että saavutetut sääntelytavoitteet vastaavat suurelta osin IOSCOn alkuperäisiä suosituksia.

[2] Yritystodistus on haltijakohtainen vakuudeton sitoumus maksaa tietty määrä ilmoitettuna erääntymispäivänä (IMF, 2003). Yritystodistuksia laskevat liikkeelle lähinnä rahoitusalan ulkopuoliset yritykset.

[3] Lunastusmaksut ovat likviditeetinhallinnan väline, jolla tietyn rahaston osakkeita (tavallisesti ennalta määritellyn ajanjakson aikana) myyville sijoittajille määrätään yleensä kiinteämääräinen maksu. Lunastusrajoitukset ovat likviditeetinhallinnan väline, jolla estetään rahaston sijoittajia nostamasta osaa pääomastaan tietyn ajanjakson aikana.

[4] FSB, 11. lokakuuta 2021, Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience (toimintapoliittiset ehdotukset rahamarkkinarahastojen häiriönsietokyvyn parantamiseksi).

[5] EJRK, 2. joulukuuta 2021, Recommendation on reform of money market funds (suositus rahamarkkinarahastojen uudistamisesta).

[6] ESMA, 14. helmikuuta 2022, ESMA opinion on the review of the Money Market Fund Regulation ESMAn lausunto rahamarkkinarahastoasetuksen uudelleentarkastelusta).

varmistamiseksi, että rahamarkkinarahastot eivät vahvista likviditeettihäiriöitä stressikausina. Yksi näistä ehdotuksista koskee sitä, että alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastoilta poistetaan mahdollisuus käyttää jaksotettuun hankintamenoon perustuvaa arvostusmenetelmää. Tämä voisi kuitenkin vähentää rahamarkkinarahastojen tehokkuutta likviditeetinhallinnan vaihtoehtona pankkitalletusten sijasta ja rajoittaa yritysten likviditeetinhallinnan vaihtoehtoja.[7]

1.2. Kertomuksen oikeusperusta

Tämä kertomus on laadittu rahamarkkinarahastoasetuksen 46 artiklan 1 kohdan mukaisesti, jossa edellytetään, että komissio arvioi rahamarkkinarahastoasetuksen toimintaa nykyisten sääntöjen analyysin perusteella vakavaraisuuden ja talouden kannalta ja kuultuaan arvopaperimarkkinaviranomaista ja tarvittaessa Euroopan järjestelmäriskikomiteaa, sekä 6 artiklan 2 kohdan mukaisesti, jossa täsmennetään seikat, jotka tässä kertomuksessa on otettava huomioon. Kyseisessä artiklassa edellytetään myös, että komissio arvioi, onko julkisen sektorin velkainstrumentteihin sijoittavia kiinteän nettoarvon rahamarkkinarahastoja ja alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastoja koskevaan järjestelmään tarpeen tehdä muutoksia.

1.3. Menetelmät ja kuulemisprosessi

Tämä kertomus perustuu useisiin eurooppalaisten ja kansainvälisten elinten tekemiin tutkimuksiin. Sekä FSB:n raportissa[8] että ESMAn lausunnossa[9] hyödynnettiin sidosryhmien palautetta. Mainitut raportit sekä EJRK:n suositukset[10] sisältävät runsaasti tietoja ja valvontaviranomaisilta saatua näyttöä. EKP on julkaissut EU:n sääntelykehyksen tehokkuutta rahoitusvakauden näkökulmasta koskevan arvioinnin, joka perustuu rahamarkkinarahastojen käyttäytymiseen covid-19-kriisin aikana.[11] Lisäksi tässä kertomuksessa on hyödynnetty tieteellisiä julkaisuja.

Komissio järjesti 12. huhtikuuta ja 20. toukokuuta 2022 välisenä aikana sidosryhmien kuulemisen, jossa kerättiin sidosryhmien näkemyksiä rahamarkkinarahastoasetuksen toiminnasta.[12] Kuulemiseen saatiin kannanotot 48 vastaajalta. Yli kaksi kolmasosaa vastaajista ilmoitti, että rahamarkkinarahastoasetuksella on saavutettu tehokkaasti sen keskeiset tavoitteet, jotka koskevat likviditeetin varmistamista, sijoittajansuojan parantamista, leviämisriskin ehkäisemistä ja sisämarkkinoiden avoimuuden, valvonnan ja rahoitusvakauden parantamista. Nämä vastaajat katsovat, että rahamarkkinarahastoasetus on edistänyt

---

7 Yksityisen sektorin velkainstrumentteihin sijoittavilla vakaan nettoarvon rahamarkkinarahastoilla on talletusten kaltaisia ominaisuuksia, ne sijoittavat pankkien liikkeeseen laskemiin velkoihin, ja rahoitusalan ulkopuoliset yritykset käyttävät niitä likviditeetinhallintaan.

8 FSB, 11. lokakuuta 2021, Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience (toimintapoliittiset ehdotukset rahamarkkinarahastojen häiriönsietokyvyn parantamiseksi).

9 https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-49-437_finalreportMMF Regulationeview.pdf

10 https://www.esrb.europa.eu/news/pr/date/2022/html/esrb.pr.220125~32ad91c140.en.html

11 EKP, lokakuu 2022, *Is the EU Money Market Fund Regulation fit for purpose? Lessons from the COVID-19 turmoil*, Working Paper Series, nro 2737.

12 https://finance.ec.europa.eu/Regulation-and-supervision/consultations/finance-2022-money-market-funds_en

pääomamarkkinoiden yhdentymistä ja parantanut rahamarkkinarahastojen häiriönsietokykyä erityisesti luottolaatua[13] ja omaisuuserien koostumusta[14] koskevien sääntöjensä ansiosta. Sidosryhmiltä saatu palaute osoittaa myös, että on tärkeää varmistaa sääntöjen johdonmukaisuus EU:n tasolla ja tehostaa valvontaa. Lisäksi rajat ylittävää toimintaa harjoittavat sijoittajat arvostavat sitä, että rahamarkkinarahastoasetus antaa heille mahdollisuuden suorittaa kassanhallintaa maailmanlaajuisesti vakiomuotoisen prosessin avulla sekä kirjanpidon että riskienhallinnan näkökulmasta.

2. RAHAMARKKINARAHASTOALA NYKYISIN

2.1. Keskeiset rahamarkkinarahastoasetuksella käyttöön otetut muutokset

Ennen rahamarkkinarahastoasetuksen käyttöönottoa suurin osa EU:n rahamarkkinarahastoista toimi yhteissijoitusyrityksiä koskevan direktiivin[15], sen täytäntöönpanosäädösten ja sitä koskevien ohjeiden sekä alan käytännesääntöjen mukaisesti. EU:n rahamarkkinarahastojen pääasiallisia kotipaikkavaltioita ovat Ranska, Irlanti ja Luxemburg. Luxemburgiin ja Irlantiin on syntynyt rahamarkkinarahastosektori, jonka ulkomaan valuutan määräisiin instrumentteihin sijoittavat kiinteän nettoarvon rahamarkkinarahastot kohdennetaan EU:n ulkopuolisille yhteisösijoittajille.

Rahamarkkinarahastoasetuksella otettiin käyttöön erityinen ja huomattavasti kehittyneempi sääntelyjärjestelmä EU:n rahamarkkinarahastoja varten. Sillä pyrittiin erityisesti puuttumaan luotto- ja likviditeettiriskeihin liittyviin haasteisiin, joista rahamarkkinarahastot kärsivät vuoden 2008 kriisin aikana. Yhdenmukaistamalla ne keskeiset tuoteominaisuudet, jotka muodostavat rahamarkkinarahaston, sääntelykehyksessä luotiin myös yhtenäinen sijoittajansuojan taso säännöillä, jotka koskevat likviditeetin ja likviditeettiriskien hallintaa, mukaan lukien likviditeettipuskurit, omaisuuseriä, joihin rahamarkkinarahastot voivat sijoittaa, hajautusta, arvostusta sekä sisäistä luottolaadun arviointia. Sillä lisättiin myös avoimuutta sijoittajia kohtaan ja tehostettiin valvontaa muun muassa kansallisille toimivaltaisille viranomaisille tehtävän kattavan raportoinnin avulla.

Lisäksi rahamarkkinarahastoasetuksessa kielletään nimenomaisesti ”ulkopuolinen tuki” leviämisriskin välttämiseksi rahamarkkinarahastoalan ja muun rahoitusalan välillä. Selonottovelvollisuus velvoittaa kaikentyyppisten rahamarkkinarahastojen hoitajat ennakoimaan useiden sijoittajien tekemien samanaikaisten lunastusten vaikutuksen. Kaikkien hoitajien on mukautettava likviditeetin todellinen taso asiakkaidensa milloin tahansa tilikauden aikana syntyviin erityisiin käteisvarojen tarpeisiin.

Rahamarkkinarahastoasetuksella perustettiin uudentyyppinen rahamarkkinarahasto, alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahasto, jolla korvattiin muihin kuin julkisen sektorin velkainstrumentteihin sijoittavat kiinteän nettoarvon rahamarkkinarahastot. Julkisen sektorin velkainstrumentteihin sijoittavien kiinteän nettoarvon rahamarkkinarahastojen tavoin alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastot saavat käyttää jaksotettuun hankintamenoon perustuvaa arvostusmenetelmää vakaan lunastushinnan tarjoamiseksi, mutta vain siinä tapauksessa, että kohde-etuuksien arvo poikkeaa enintään 20 korkopistettä rahaston

[13] Asetuksen (EU) 2017/1131 (rahamarkkinarahastoasetus) 19–23 artikla.

[14] Asetuksen (EU) 2017/1131 (rahamarkkinarahastoasetus) 8–18 artikla.

[15] Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2009/65/EY, annettu 13 päivänä heinäkuuta 2009, siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta.

nettovarallisuuden markkina-arvosta.[16] Molemmat arvot julkaistaan päivittäin. Jos poikkeama ylittää 20 korkopistettä, alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahaston on siirryttävä käyttämään kiinteän nettoarvon sijasta vaihtuvaa nettoarvoa.[17]

Rahamarkkinarahastoasetuksen noudattaminen aiheutti jonkin verran oikeudellisia ja toimintakustannuksia varainhoitajille, joiden oli siirrettävä olemassa olevat varat uuteen järjestelmään, lisättävä avoimuutta, parannettava riskinhallintaprosessejaan ja seurattava tiiviisti sijoituksiaan ja niihin liittyviä luotto- ja likviditeettiriskejä varmistaakseen, että likviditeettivaatimuksia noudatetaan. Myös kolmansille jakelijoille, alustoille ja säilytysyhteisöille aiheutui kustannusvaikutuksia. Rahamarkkinarahastojen sijoittajilta kului lisäksi aikaa ja resursseja sääntelykehyksen, kassanhallintajärjestelmien ja kirjanpitoprosessien mukaisten sijoituspolitiikan, tarkastusten ja valvonnan luomiseen sekä sen varmistamiseen, että tilintarkastajat perehtyivät uusiin rahamarkkinarahastojen rakenteisiin käteisvarojen ja muiden rahavarojen näkökulmasta. Kuulemisen tulokset eivät kuitenkaan viitanneet siihen, että kustannukset olisivat olleet kohtuuttomia, eikä kuulemisessa tullut esiin merkittäviä yksinkertaistamismahdollisuuksia.

Euroopan sijoitusrahastojen ja sijoitusyhtiöiden liitto totesi lokakuussa 2020 julkaistussa Market Insights -tutkimuksessaan, että rahamarkkinarahastoasetuksella käyttöön otetut tiukat sääntelyvaatimukset ja säännösten noudattamisesta aiheutuvat lisäkustannukset johtivat yhteissijoitusyritysten määrän vähenemiseen 16 prosentilla vuoden 2019 ensimmäisellä neljänneksellä, koska monet varainhoitajat päättivät sulkea erityisesti pienet rahamarkkinarahastonsa tai muuttivat ne lyhytaikaisten joukkolainojen rahastoiksi. Lisäksi tietyt rahastot eivät enää täyttäneet rahamarkkinarahastoasetuksessa asetettuja tiukempia sääntelyvaatimuksia, minkä vuoksi niitä ei enää pidetä rahamarkkinarahastoina. Vaikka rahamarkkinarahastojen määrä väheni, eurooppalaisten rahamarkkinarahastojen sisäänvirtausten nettotaso nousi voimakkaasti vuosina 2019 ja 2020.

Taulukko 1: EU:n rahamarkkinarahastojen keskeiset ominaisuudet ja niitä koskevat suojatoimet

	Lyhyet rahamarkkinarahastot			**Tavanomaiset rahamarkkina-rahastot**
	Vakaa nettoarvo		**Vaihtuva nettoarvo**	
Nimi	Julkisen sektorin velkainstrumentteihin sijoittava kiinteän nettoarvon rahamarkkinarahasto[18]	Alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamark-	Lyhyt vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahasto[20]	Tavanomainen vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahasto[21]

[16] Julkisen sektorin velkainstrumentteihin sijoittavien kiinteän nettoarvon rahamarkkinarahastojen ja alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastojen tunnusomainen piirre on nettoarvon pyöristäminen kahteen desimaaliin, mikä alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastojen osalta on kuitenkin mahdollista vain 20 korkopisteen poikkeaman sisällä (kun taas vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahastojen osalta nettoarvo pyöristetään neljään desimaaliin). Pyöristämisen ansiosta sijoittajien ei tarvitse kirjata hyvin pieniä realisoitumattomia pääomavoittoja ja -tappioita sijoitussalkkuun lunastaessaan osakkeita.

[17] Rahamarkkinarahastoasetuksessa säädetään useista muista sijoitussalkkua ja arvostamista koskevista säännöistä, joilla pyritään takaamaan sijoittajansuoja ja rahoitusmarkkinoiden vakaus.

[18] Rahamarkkinarahastoasetuksen 2 artiklan 11 kohdan mukainen julkisen sektorin velkainstrumentteihin sijoittava kiinteän nettoarvon rahamarkkinarahasto.

		kina-rahasto[19]		
Julkisen sektorin velkainstrumentit	Vähintään 99,5 % sijoituksista julkisen sektorin velkainstrumentteihin, takaisinmyyntisopimuksiin, joiden vakuutena on julkisen sektorin velkainstrumentti, ja käteisrahaan	Sallittu		
Painotettu keskimääräinen maturiteetti[22]	Enintään 60 päivää			Enintään 6 kuukautta
Keskimääräinen painotettu takaisinmaksuaika[23]	Enintään 120 päivää			Enintään 12 kuukautta
Omaisuuserien maturiteetti	Enintään 397 päivää			Enintään 2 vuotta, korontarkistusväli enintään 397 päivää
Päivän kuluessa erääntyvät omaisuuserät	Vähintään 10 %		Vähintään 7,5 %	
Viikon kuluessa erääntyvät omaisuuserät	Vähintään 30 % (josta julkisen sektorin velkainstrumentit enintään 17,5 prosenttia)		Vähintään 15 %	

2.2. Markkinoiden nykyinen rakenne

Rahamarkkinarahastoasetuksen 46 artiklan 2 kohdan a alakohdassa edellytetään, että komissio analysoi asetuksen soveltamisesta saatuja kokemuksia ja sen vaikutuksia sijoittajiin, rahamarkkinarahastoihin ja rahamarkkinarahastojen hoitajiin unionissa.

Euroalueen rahamarkkinarahastoilla oli vuoden 2021 lopussa varoja kaikkiaan noin 1,5 biljoonaa euroa, ja ne jakautuivat julkisen sektorin velkainstrumentteihin sijoittavien kiinteän nettoarvon rahamarkkinarahastojen (11 % hoidettavina olevien varojen kokonaismäärästä), alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastojen (46 %), lyhyiden vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahastojen (12 %) ja tavanomaisten vaihtuvan

[20] Rahamarkkinarahastoasetuksen 2 artiklan 14 kohdan mukaisen lyhyen rahamarkkinarahaston tavoin hoidettava vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahasto.

[21] Rahamarkkinarahastoasetuksen 2 artiklan 15 kohdan mukaisen tavanomaisen rahamarkkinarahaston tavoin hoidettava vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahasto.

[19] Rahamarkkinarahastoasetuksen 2 artiklan 12 kohdan mukainen alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahasto.

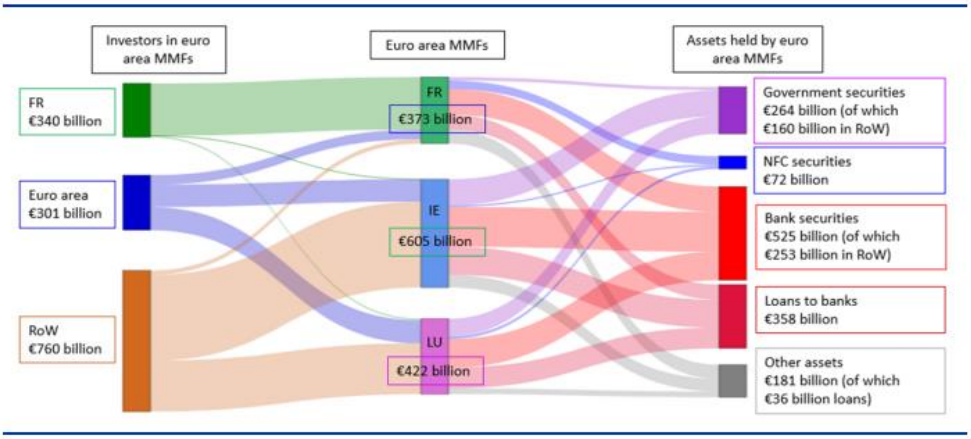
[22] Rahamarkkinarahastoasetuksen 2 artiklan 19 kohdan mukaisesti.

[23] Rahamarkkinarahastoasetuksen 2 artiklan 20 kohdan mukaisesti.

nettoarvon rahamarkkinarahastojen (31 %) kesken. EU:n rahamarkkinarahastot ovat pääasiassa euron (42 %), Yhdysvaltain dollarin (31 %) ja Englannin punnan (22 %) määräisiä, ja ne keskittyvät muutamiin maihin, pääasiassa Irlantiin, Luxemburgiin ja Ranskaan. Irlannin osuus EU:n rahamarkkinarahastojen hoidettavina olevista kokonaisvaroista on 42 prosenttia, Luxemburgin osuus 26 prosenttia ja Ranskan osuus 25 prosenttia.[24]

Julkisen sektorin velkainstrumentteihin sijoittavat kiinteän nettoarvon rahamarkkinarahastot ja alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastot ovat useimmiten dollari- ja puntamääräisiä, ja niiden kotipaikat ovat pääasiassa Irlannissa ja Luxemburgissa. Euromääräiset rahamarkkinarahastot ovat pääasiassa tavanomaisia vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahastoja, ja niiden kotipaikka on useimmiten Ranskassa (192 rahastoa joulukuussa 2021).

Kaavio 1: Ketkä sijoittavat euroalueen rahamarkkinarahastoihin ja mihin nämä rahamarkkinarahastot puolestaan sijoittavat
Lähde: EKP, Macroprudential Bulletin -julkaisu, huhtikuu 2021.



Sources: ECB securities holdings statistics, BSI and authors' calculations.
Notes: The data are as of Q3 2020. "RoW" means "rest of the world". Loans to banks include both deposits and repos. Debt securities account for around 98% of MMFs' total holdings of securities, and more than two-thirds of those debt securities are short-term debt securities (i.e. securities with an original maturity of one year or less). Values from ECB securities and holdings statistics are rescaled to match aggregates in BSI data.

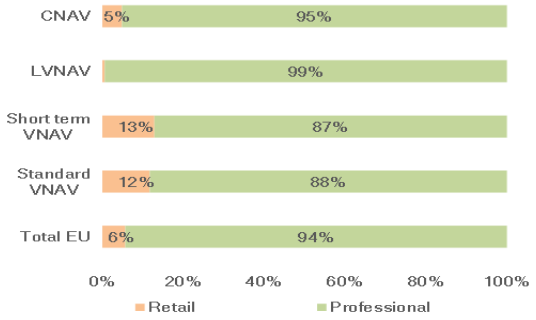
Yrityssijoittajilla ja yhteisösijoittajilla on suurin osa euroalueen rahamarkkinarahastojen osakkeista/osuuksista, kuten kaaviosta 2 käy ilmi.[25] Ammattimaisten sijoittajien osuus kiinteän nettoarvon rahamarkkinarahastojen nettoarvosta on 95 prosenttia ja alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastojen nettoarvosta 99 prosenttia. Vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahastojen kohdalla vähittäissijoittajien osuus on hieman suurempi, 13 prosenttia lyhyissä vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahastoissa ja 12 prosenttia tavanomaisissa vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahastoissa.[26]

Kuten kaaviosta 3 käy ilmi, rahoituslaitokset ovat kaiken tyyppisten rahamarkkinarahastojen pääsijoittajia ja niiden osuus nettoarvosta on 59 prosenttia, kun taas rahoitusalan ulkopuolisten yritysten osuus nettoarvosta on 19 prosenttia.

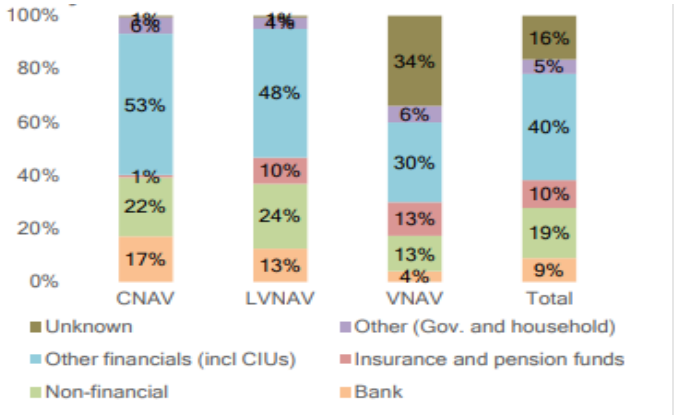
24 Ks. myös ESMAn ja EJRK:n raportit.
25 ESMA, 8. helmikuuta 2023: EU MMF market 2023.
26 Tämä johtuu suurelta osin Ranskassa kotipaikkaansa pitävistä rahamarkkinarahastoista, joissa vähittäissijoittajien osuus nettoarvosta on 12 prosenttia työntekijöille tarkoitettujen säästöjärjestelmien vuoksi.

EU:n ulkopuolisten sijoittajien osuus on hallitseva Luxemburgissa ja Irlannissa, kuten kaaviosta 4 käy ilmi. EU:n ulkopuolisten sijoittajien osuus irlantilaisten rahamarkkinarahastojen nettoarvosta on yli 77 prosenttia ja luxemburgilaisten rahamarkkinarahastojen nettoarvosta lähes 63 prosenttia. Irlantilaisten rahamarkkinarahastojen tapauksessa tällaiset sijoittajat ovat pääasiassa Yhdistyneessä kuningaskunnassa toimivia sijoittajia (60 % sijoittajista sijoittajien omistaman määrän perusteella). Tämä kuvastaa sellaisten muiden kuin euromääräisten rahamarkkinarahastojen merkitystä, joiden kotipaikka on näissä jäsenvaltioissa. Sitä vastoin Ranskassa kotimaisten sijoittajien osuus nettoarvosta on lähes 76 prosenttia.

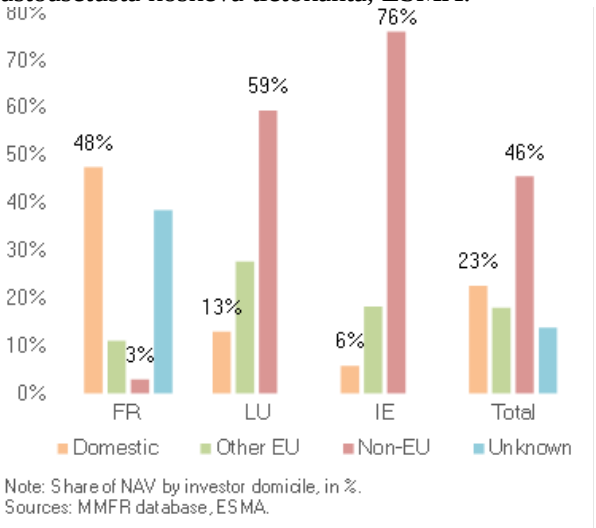
Kaavio 2: Vähittäis- ja ammattisijoittajien osuudet rahamarkkinarahastoissa (% kokonaisnettoarvosta)
Lähde: ESMAn markkinakertomus 2023.



Kaavio 3: Rahamarkkinarahastojen sijoittajien tyypit aloittain (% kokonaisnettoarvosta)
Lähde: rahamarkkinarahastoasetusta koskeva tietokanta, ESMA.



Kaavio 4: Osuus nettoarvosta sijoittajan kotipaikan mukaan (%)
Lähde: rahamarkkinarahastoasetusta koskeva tietokanta, ESMA.



Rahamarkkinarahastojen sijoittajien kanssa käydyissä keskusteluissa ja sidosryhmien kuulemisessa saaduissa vastauksissa korostetaan, että tärkeimpiä kriteereitä sijoittajien sijoituspäätöksissä ovat päivänsisäinen/päivittäinen likviditeetti, pääoman suojelu ja hajautus. Sijoittajat mainitsevat sijoituspäätöksensä kannalta tärkeinä seikkoina myös muita EU:n rahamarkkinarahastojen piirteitä, kuten sijoitussalkun laadun tai tuottotason. Rahamarkkinarahastoja käytetään pääasiassa kassanhallintavälineenä.

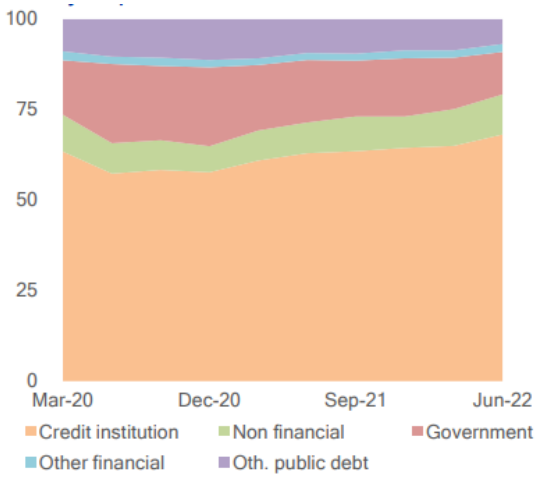
Rahamarkkinarahastojen osakkeita pidetään tilinpäätösstandardin IAS 7 mukaisesti ”käteisvaroina ja muina rahavaroina”.[27] Tämä koskee kiinteän nettoarvon rahamarkkinarahastoja ja alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastoja niiden vakaan arvon ja päivänsisäisten lunastusten mahdollisuuden vuoksi. Tietyillä lainkäyttöalueilla tätä kirjanpitokäsittelyä sovelletaan myös vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahastoihin. Komission kuulemiseen annetut vastaukset osoittavat, että yritysten pakottaminen sijoittamaan muihin instrumentteihin, joiden ominaisuudet ovat erilaiset, aiheuttaisi epävarmuutta sen suhteen, olisiko näitä tuotteita käsiteltävä kirjanpidossa ”käteisvaroina tai muina rahavaroina”, ja rajoittaisi myös yritysten kassanhallintavaihtoehtoja, koska muut instrumentit eivät välttämättä tarjoa päivänsisäistä likviditeettiä.

Julkisen sektorin velkainstrumentteihin sijoittavien kiinteän nettoarvon rahamarkkinarahastojen on sijoitettava 99,5 prosenttia varoistaan julkisen sektorin velkainstrumentteihin, takaisinmyyntisopimuksiin, joiden vakuutena on julkisen sektorin velkainstrumentti, sekä käteisrahaan. Alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastot ja vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahastot sijoittavat pääasiassa rahamarkkinainstrumentteihin (67 % niiden kokonaisvaroista), joita täydennetään talletuksilla, takaisinosto- ja takaisinmyyntisopimuksilla sekä muilla lyhytaikaisilla varoilla.

[27] Asetus (EU) N:o 1126/2008, kansainvälinen tilinpäätösstandardi IAS 7, 6 kohta: ”Muut rahavarat kuin käteisvarat ovat lyhytaikaisia, erittäin likvidejä sijoituksia, jotka ovat helposti vaihdettavissa etukäteen tiedossa olevaan määrään käteisvaroja ja joiden arvonmuutosten riski on vähäinen.”

Kuten kaaviosta 5 käy ilmi, EU:n rahamarkkinarahastojen vastuut liittyvät pääasiassa rahoitusalaan, myös luottolaitoksiin, joiden arvopaperit muodostavat yli 60 prosenttia EU:n rahamarkkinarahastojen hallussa olevista rahamarkkinainstrumenteista. Rahoitusalan ulkopuolisiin yrityksiin liittyvät vastuut ovat edelleen vähäisiä (10 % rahamarkkinainstrumenteista), ja niitä on lähinnä vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahastoilla.[28] Yhteensä EU:n rahamarkkinarahastojen hallussa on 50–70 prosenttia euromääräisistä yritystodistuksista ja siirtokelpoisista talletustodistuksista[29] (FSB, 2021).

Kaavio 5: Rahamarkkinarahastojen hallussa olevia rahamarkkinainstrumentteja koskevat vastuut liittyvät pääasiassa rahoitusalaan (% hallussa olevista rahamarkkinainstrumenteista)
Lähde: rahamarkkinarahastoasetusta koskeva tietokanta, Eikon, kansalliset toimivaltaiset viranomaiset, ESMA.

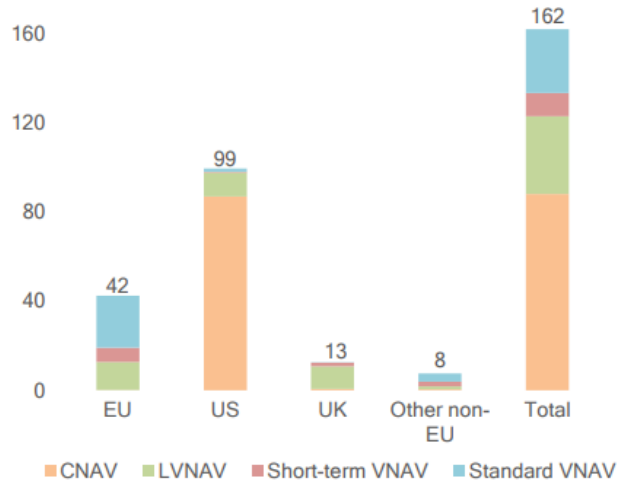


Kuten kaaviosta 6 käy ilmi, suurin osa EU:n rahamarkkinarahastojen julkisen sektorin velkainstrumenteista johtuvista vastuista liittyy EU:n ulkopuolisiin valtioihin (74 prosenttia valtiovastuista vuoden 2021 lopussa). Nämä vastuut ovat pääasiassa kiinteän nettoarvon rahamarkkinarahastojen hallussa. Kiinteän nettoarvon rahamarkkinarahastot vähensivät merkittävästi valtion joukkovelkakirjalainojaan siten, että niiden osuus kokonaisvaroista laski 62 prosentista 32 prosenttiin kesäkuun 2021 ja kesäkuun 2022 välisenä aikana. Samanaikaisesti ne lisäsivät takaisinostomarkkinoihin liittyviä riskejään, koska korkojen odotettiin muuttuvan. Valtion joukkovelkakirjalainojen osuus alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastojen sijoitussalkuista on kasvanut merkittävästi vuoden 2020 aikana, mutta sitä korjattiin vuoden 2021 ja vuoden 2022 alkupuoliskon aikana siten, että salkkujen koostumus vastasi covid-19-pandemiaa edeltänyttä koostumusta. Vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahastoissa julkisen sektorin velkainstrumenttien osuus on yleensä pienempi, keskimäärin 7 prosenttia rahastojen varoista.[30]

[28] ESMA, 8. helmikuuta 2023: EU MMF market 2023.
[29] Siirtokelpoinen talletustodistus on pankin antama todistus, jossa vahvistetaan kyseiseen pankkiin tietyksi ajanjaksoksi tietyllä korolla tehty talletus (IMF, 2003).
[30] Ks. edellinen alaviite.

Kaavio 6: Julkisen sektorin velkainstrumentteihin liittyvät vastuut vuoden 2021 lopussa, miljardia euroa

Lähde: rahamarkkinarahastoasetusta koskeva tietokanta, kansalliset toimivaltaiset viranomaiset, ESMA.



2.3. Viimeaikainen markkinakehitys ja saadut kokemukset

Viime vuosina on syntynyt useita stressitilanteita, jotka ovat panneet rahamarkkinarahastojen kehyksen koetukselle. Maaliskuussa 2020 turvallisten ja likvidien omaisuuserien kysyntä kasvoi covid-19-pandemian vuoksi äkillisesti sekä rahoitusalalla että muilla aloilla. Markkinalikviditeetti heikkeni huomattavasti monilla eri markkinoilla, mikä johti ennennäkemättömiin keskuspankkien toimenpiteisiin. Merkittävimpien osakemarkkinaindeksien arvo laski yli 30 prosenttia muutaman viikon aikana, ja rahoitusmarkkinoiden epävakaus lisääntyi huomattavasti pandemian ensimmäisinä kuukausina. Yleisen epävarmuuden vuoksi sijoittajat epäröivät sijoittaa rahoitusmarkkinoille, mikä aiheutti valtavia arvostustappioita.

Myös yritysten liikkeeseen laskemiin joukkovelkakirjalainoihin ja rahamarkkinarahastoihin kohdistui huomattavaa stressiä. Yritysten joukkovelkakirjalainojen tuotot kasvoivat merkittävästi helmi-maaliskuussa 2020. Rahamarkkinarahastot, joilla oli yksityisiin markkinoihin liittyviä vastuita, eli alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastot ja vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahastot EU:ssa ja prime-rahamarkkinarahastot[31] Yhdysvalloissa, kirjasivat suuria ulosvirtauksia. EU:ssa kotipaikkaansa pitävien alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastojen ulosvirtaukset olivat 51,4 miljardia euroa maaliskuussa 2020[32], ja näillä rahamarkkinarahastoilla oli vaikeuksia myydä yritystodistuksiaan ja talletustodistuksiaan, koska pankit eivät halunneet tai pystyneet ostamaan takaisin näitä arvopapereita, eivät edes omia arvopapereitaan.[33]

Stressi oli erityisen akuutti dollarimääräisten alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastojen kannalta, kuten kaaviosta 7 sekä asiaa koskevasta kirjallisuudesta käy

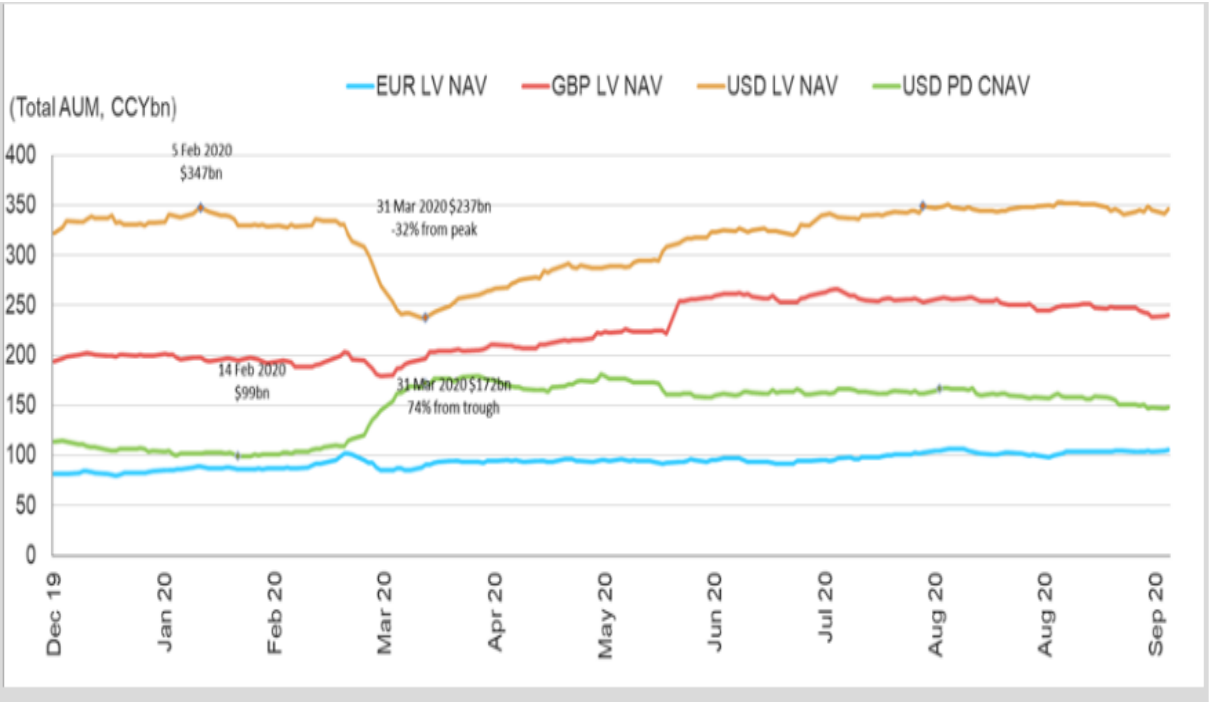
[31] Prime-rahamarkkinarahasto on tietyntyyppinen Yhdysvaltojen rahamarkkinarahasto, joka sijoittaa pääasiassa muihin kuin julkisyhteisöjen arvopapereihin.

[32] ESMA, syyskuu 2021, Report on Trends, Risks and Vulnerabilities, nro 2, 2021.

[33] Yritystodistuksia ja talletustodistuksia pidetään yleensä eräpäivään asti, ja vaikka niiden maturiteetti olisi hyvin lyhyt, niiden jälkimarkkinat eivät ole likvidit edes normaaleina aikoina. Rahamarkkinarahastojen osuus näiden instrumenttien kysynnästä on merkittävä.

ilmi.[34] Koska niiden hallussa olleet viikon kuluessa erääntyvät omaisuuserät lähestyivät lakisääteistä 30 prosentin vähimmäistasoa, jotkut sijoittajat ovat saattaneet olla huolissaan siitä kasvavasta mahdollisuudesta, että rahastojen hoitajat hyödyntäisivät käytettävissä olevia likviditeetinhallintavälineitä (eli likviditeettimaksuja tai lunastusrajoituksia). Likviditeetinhallintavälineiden käyttöä koskevat huolet olivat erityisen vakavia Yhdysvaltojen markkinoilla, mikä saattaa selittyä sillä, että EU:n sijoittajat hyväksyvät yleisesti ottaen maksut yhdysvaltalaisia sijoittajia helpommin, koska he ovat tottuneet yhteissijoitusyritysten maksuihin. Kuten kaaviosta 7 käy ilmi, tämä sai aikaan heijastusvaikutuksen rahamarkkinarahastoihin, joiden kotipaikka on EU:ssa: dollarimääräisistä alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastoista tehdyt lunastukset ja dollarimääräisiin julkisen sektorin velkainstrumentteihin sijoittaviin kiinteän nettoarvon rahamarkkinarahastoihin tehdyt merkinnät olivat samaa suuruusluokkaa, mikä oli merkki mahdollisesta substituutiovaikutuksesta (tai siirtymisestä varmatuottoisiin sijoituksiin).

Kaavio 7: Erityyppisten rahamarkkinarahastojen hoidettavina olevien varojen kehitys maaliskuussa 2020 sekä sitä edeltävinä ja sen jälkeisinä kuukausina Lähde: Euroopan sijoitusrahastojen ja sijoitusyhtiöiden liitto: Fitchin luokituksista ja iMoneyNet-palvelusta saadut tiedot.



Tiedot[35] osoittavat, että rahamarkkinarahastot, joilla oli vähän viikon kuluessa erääntyviä omaisuuseriä, kirjasivat suurempia ulosvirtauksia kuin rahamarkkinarahastot, joilla viikon kuluessa erääntyviä omaisuuseriä oli runsaasti. Tämä analyysi voidaan tulkita osoitukseksi

[34] Tätä käsitellään useissa raporteissa, kuten FSB:n lokakuussa 2021 julkaisemissa toimintapoliittisissa ehdotuksissa rahamarkkinarahastojen häiriönsietokyvyn parantamiseksi (Policy proposals to enhance money market fund resilience), heinäkuussa 2021 julkaistussa EJRK:n selvityksessä *Issues note on systemic vulnerabilities of and preliminary policy considerations to reform money market funds (MMFs)* (selvitys rahamarkkinarahastojen uudistamiseen liittyvistä systeemisistä haavoittuvuuksista ja alustavista toimintapoliittisista näkökohdista) sekä huhtikuussa 2021 julkaistussa EKP:n Macroprudential bulletin -julkaisussa, jonka otsikkona on *How effective is the EU Money Market Fund Regulation? Lessons from the COVID-19 turmoil*.

[35] ESMA, syyskuu 2021, Report on Trends, Risks and Vulnerabilities, nro 1, 2021.

siitä, että yhteisösijoittajat tekivät lunastuksia rahamarkkinarahastoista välttääkseen maksut ja lunastusrajoitukset. Lisäksi Avalosin ja Xian (2021)[36], Darpeixin (2021)[37] sekä Dunnen ja Giulianan (2021)[38] tutkimukset osoittavat, että maksuvalmiussuhdeluvut olivat keskeisiä lunastuksia edistäviä tekijöitä alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastoissa, mutta eivät vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahastoissa, mikä viittaa mahdollisiin ei-toivottuihin kynnysarvovaikutuksiin.[39] Kriisin laajuuden ja pandemian aiheuttaman maailmanlaajuisen taloustilanteen vuoksi tärkeimmät keskuspankit ryhtyivät monenlaisiin toimiin pääomamarkkinoiden tukemiseksi. Tukea annettiin

- tekemällä kotimaan valuutan määräisten talletustodistusten ja yritystodistusten suoria ostoja (EKP[40], Englannin keskuspankki[41], Yhdysvaltain keskuspankki) ensi- tai jälkimarkkinoilla
- sisällyttämällä pankkien liikkeeseen laskemat vakuudettomat joukkovelkakirjalainat hyväksyttäviin vakuuksiin (EKP)
- tarjoamalla luottojärjestelyjä pankeille omaisuuserien ostamiseksi rahamarkkinarahastoista (Yhdysvaltain keskuspankki)[42].

Keskuspankkien toimenpiteiden seurauksena lunastustoimeksiantojen tahti hidastui ja likviditeetti parani kohde-etuutena toimivilla rahamarkkinoilla. Vaikka näillä toimenpiteillä pyrittiin ensisijaisesti palauttamaan luottamus lyhyen aikavälin rahoitusmarkkinoiden syvyyteen ja likviditeettiin, ne hyödyttivät välillisesti myös EU:n rahamarkkinarahastoja.

Maaliskuussa 2020 tapahtunut markkinoiden myllerrys osoitti, että jotkin rahoitusmarkkinoiden segmentit eivät kyenneet vastaamaan myyntipaineiden merkittävään ja äkilliseen kasvuun. Tämä saattoi johtua myös siitä, että välittäjien likviditeettitarjonta oli rajallisempaa ja reagoi kysynnän äkilliseen kasvuun hitaammin kuin ennen vuoden 2008 finanssikriisiä. Minkään EU:n rahamarkkinarahaston ei kuitenkaan tarvinnut ottaa käyttöön lunastusmaksuja tai lunastusrajoituksia tai keskeyttää lunastuksia maaliskuussa 2020. Lisäksi yksikään alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahasto ei ylittänyt rahamarkkinarahastoasetuksessa asetettuja kynnysarvoja, joiden ylittyessä ne olisi muunnettu vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahastoiksi (eräillä dollarimääräisillä alhaisen volatiliteetin

---

36 Avalos, F. ja Xia, D. (2021), *Investor size, liquidity and prime money market fund stress*, BIS Quarterly Review Special Feature, s. 17–29.

37 Darpeix, P.-E. ja Mosson, N. (2021), *Detailed analysis of the portfolios of French money market funds during the COVID-19 crisis in early 2020*, AMF.

38 Dunne, P. ja Raffaele, G. (2021), *Do liquidity limits amplify money market fund redemptions during the COVID crisis?*, ESRB Working Paper nro 127.

39 ESMA, 14. helmikuuta 2022, ESMA opinion on the review of the Money Market Fund Regulation (ESMAn lausunto rahamarkkinarahastoasetuksen uudelleentarkastelusta).

40 EKP ilmoitti maaliskuussa 2020 lisäävänsä euromääräisten rahamarkkinoiden tukea laajentamalla olemassa olevaa yrityssektorin osto-ohjelmaansa siten, että se kattaa rahoitusalan ulkopuolisten yritysten euromääräiset yritystodistukset, joiden jäljellä oleva maturiteetti saattoi olla niinkin lyhyt kuin 28 päivää (aiemman kuuden kuukauden sijasta). Näin ollen EKP:n yrityssektorin osto-ohjelma hyödytti paikallisen valuutan määräisiä rahamarkkinarahastoja vain välillisesti auttamalla palauttamaan luottamuksen kohde-etuutena oleviin euromääräisiin markkinoihin.

41 Paolo Cavallino and Fiorella De Fiore, 5.6.2020, *Central banks' response to COVID-19 in advanced economies*, BIS Bulletin nro 21.

42 EU:n dollarimääräiset alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastot eivät kuitenkaan olleet oikeutettuja EKP:n järjestelyihin ja Yhdysvaltain keskuspankin MMLF-järjestelyyn (Money Market Mutual Fund Liquidity Facility), ja ne kärsivät aluksi ulosvirtauksista, mutta ovat elpyneet nopeasti keskuspankkien antamien ilmoitusten jälkeen.

nettoarvon rahamarkkinarahastoilla markkinoiden nettoarvon poikkeama kiinteästä nettoarvosta oli lähes 20 korkopistettä). Näitä tuloksia olisi kuitenkin tulkittava varovaisesti, ja ne olisi asetettava oikeaan asiayhteyteen ottaen huomioon keskuspankkien toimenpiteet, joilla tuettiin markkinoita.

Venäjän hyökkäys Ukrainaan ja siihen liittyvät geopoliittiset jännitteet ovat helmikuusta 2022 lähtien vaikuttaneet rahoitusmarkkinoihin, erityisesti hyödykkeiden hintoihin ja niihin liittyviin johdannaistuotteisiin. Koska EU:n rahamarkkinarahastot sijoittavat erittäin likvideihin omaisuuseriin, joilla on lyhyt maturiteetti ja joihin liittyvä luottoriski on erittäin pieni, niille ei aiheutunut merkittäviä tappioita tai ulosvirtauksia. Rahamarkkinarahastot ovat mukautuneet tilanteeseen siirtämällä omistusosuuksiaan instrumentteihin, joiden maturiteetit ovat vielä lyhyempiä ja jotka ovat vähemmän alttiita korkoriskille[43], sekä lisäämällä likviditeettiään. On olemassa joitakin merkkejä välillisestä vaikutuksesta, kuten se, että sijoittajat myyvät muita omaisuuseriä tai saavat vakuuksien muutospyyntöjä ja käyttävät EU:n rahamarkkinarahastoja varastoidakseen tai hankkiakseen likviditeettiä. Sisään- ja ulosvirtaukset vaikuttivat kuitenkin olevan melko hyvin tasapainossa, eikä minkään EU:n rahamarkkinarahaston tarvinnut ottaa käyttöön lunastusmaksuja tai keskeyttää lunastuksia tässä tilanteessa.

Syyskuussa 2022 Yhdistyneessä kuningaskunnassa koettu markkinastressi vaikutti myös niihin EU:n rahamarkkinarahastoihin, joilla on huomattavasti Yhdistyneen kuningaskunnan varoihin liittyviä vastuita ja/tai joilla on Yhdistyneen kuningaskunnan sijoittajia (erityisesti irlantilaisiin rahamarkkinarahastoihin, joiden sijoittajapohjasta määrällisesti noin 60 prosenttia on Yhdistyneeseen kuningaskuntaan sijoittautuneiden toimijoiden omistuksessa). Saatavilla olevan näytön mukaan tällä stressitilanteella oli puntamääräisiin rahamarkkinarahastoihin kohdistuva välillinen vaikutus, joka liittyi pääasiassa sijoittajiin, joiden oli saatava nopeasti likviditeettiä vakuuksien muutospyyntöjen lisääntymisen ja erityisesti velkalähtöisiä sijoitusstrategioita soveltavien rahastojen suorittamien pakkomyyntien seurauksena.[44] Joissakin puntamääräisissä rahamarkkinarahastoissa ulosvirtaukset lisääntyivät (viidessä rahastossa tapahtui yli 10 prosentin kumulatiivinen ulosvirtaus)[45] pian sen jälkeen, kun Yhdistynyt kuningaskunta ilmoitti ”minitalousarviostaan” 23. syyskuuta 2022.

Tilanne kääntyi nopeasti, kun Englannin keskuspankki toteutti toimenpiteen, jolla tuettiin valtionobligaatioiden markkinoita. Lokakuussa 2022 EU:n puntamääräisten rahamarkkinarahastojen sisäänvirtaukset olivat lähes 30 prosenttia. Lisäksi syyskuun 2022 viimeisellä viikolla EU:n puntamääräiset rahamarkkinarahastot toteuttivat toimia häiriönsietokykynsä vahvistamiseksi lisättyään likvidien varojen osuutta sijoitussalkuissaan, ja sekä päivä- että viikkokohtaiset likviditeettitasot nousivat merkittävästi.[46]

Vaikka yksi alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahasto oli lähellä rikkoa nettoarvosta poikkeamista koskevan lakisääteisen rajan, vaikuttaa siltä, että ala

---

43 Lyhytaikaisempiin omaisuuseriin korkohäiriön seurauksena kohdistuva hinnanmuutos on pienempi. Rahamarkkinarahastot ovat keskimäärin lyhentäneet keskimääräistä painotettua maturiteettiaan merkittävästi. Se on laskenut 19 päivään eli alhaisimmalle tasolle kymmeneen vuoteen, kun se vuoden 2020 lopussa ja vuonna 2021 oli lähes 50 päivää.

44 Tällaisia strategioita ovat hyödyntäneet erityisesti etuuspohjaiset eläkerahastot, jotka ovat käyttäneet vivutusta voidakseen sovittaa yhteen varansa ja velkansa alhaisen korkotason toimintaympäristössä.

45 ESMA, helmikuu 2023, Report on Trends, Risks and Vulnerabilities, nro 1, 2023.

46 ESMA, helmikuu 2023, Report on Trends, Risks and Vulnerabilities, nro 1, 2023.

kokonaisuutena selvisi hyvin ja täytti tehtävänsä likviditeetin lyhytaikaisen varastoinnin tarjoajana. Velkalähtöisten sijoitusten kausi korostaa rahamarkkinarahastojen roolia yhteisösijoittajien likviditeetinhallintavälineinä. Se osoittaa myös, että on tärkeää säilyttää rahamarkkinarahastoalan häiriönsietokyky erityyppisiä talouden häiriöitä vastaan.

Pankkisektorin myllerryksen ei maaliskuussa 2023 havaittu aiheuttavan merkittäviä vaikutuksia EU:n rahamarkkinarahastoihin. Yhdysvalloissa Silicon Valley Bankin kaatuminen sai eräät tallettajat kyseenalaistamaan pankkitalletusten ja etenkin lakisääteisen suojarajan ylittävien pankkitalletusten turvallisuuden. Tämä käynnisti siirtymisen Yhdysvaltojen rahamarkkinarahastoihin, jotka tarjosivat suurempia tuottoja ja enemmän joustavuutta. Lisäksi pankkialan sekasorto lisäsi sisäänvirtauksia Yhdysvaltain keskuspankin yön yli -takaisinmyyntisopimusten järjestelyyn (overnight reverse repo, ON RRP) maaliskuun 2023 viimeisinä viikkoina. UBS:n ostettua Credit Suisse -pankin EU:n rahamarkkinarahastoissa on myös tapahtunut huomattavia sisäänvirtauksia, muun muassa 17,7 miljardia euroa euromääräisiin rahamarkkinarahastoihin maaliskuun 2023 aikana. Tätä voidaan pitää osoituksena siitä, että markkinaosapuolet pitävät EU:n rahamarkkinarahastoalaa häiriönsietokykyisenä.

3. RAHAMARKKINARAHASTOASETUKSEN ASIANMUKAISUUS VAKAVARAISUUDEN JA TALOUDEN KANNALTA

Seuraavassa jaksossa tarkastellaan rahamarkkinarahastoasetuksen asianmukaisuutta vakavaraisuuden ja talouden kannalta asetuksen 46 artiklan 2 kohdan vaatimusten mukaisesti.

Rahamarkkinarahastot muodostavat erillisen sijoitusrahastojen luokan, joka on tiiviisti sidoksissa toisaalta reaalitaloudessa ja pankkialalla toimiviin yrityksiin ja toisaalta rahoitusmarkkinoiden keskeisiin osiin. Niillä on tärkeä kahtalainen taloudellinen tehtävä likviditeetinhallinnan ja kassanhallinnan välineenä sekä rahoitusalan yhteisöjen ja rahoitusalan ulkopuolisten yhteisöjen lyhytaikaisena rahoitusvälineenä. Ne eivät ole homogeenisia, ja niiden rakenne ja riskiominaisuudet vaihtelevat eri lainkäyttöalueilla.[47]

3.1. Rahamarkkinarahastot ja EU:n jäsenvaltioiden liikkeeseen laskemat tai takaamat velkakirjat

Rahamarkkinarahastoasetuksen 46 artiklan 2 kohdan b ja c alakohdassa edellytetään, että komissio arvioi rahamarkkinarahastojen roolia jäsenvaltioiden liikkeeseen laskemien tai takaamien velkakirjojen ostamisessa ja ottaa huomioon tällaisten velkakirjojen erityispiirteet ja niiden roolin jäsenvaltioiden rahoituksessa.

Koska EU:n jäsenvaltioiden liikkeeseen laskemien tai takaamien velkainstrumenttien likviditeetti on suhteellisen alhainen ja maturiteetit pitkiä, EU:n rahamarkkinarahastot eivät sijoita merkittävästi tällaisiin arvopapereihin. Sen sijaan suurin osa EU:n rahamarkkinarahastojen julkisen sektorin velkainstrumenteista johtuvista vastuista liittyy EU:n ulkopuolisiin valtioihin (119 miljardia euroa vuoden 2021 lopussa, 74 prosenttia kaikista valtiovastuista). Erityisesti kiinteän nettoarvon rahamarkkinarahastojen hallussa olevat valtionvelkasijoitukset koostuvat lähes kokonaan Yhdysvaltojen julkisen sektorin velkainstrumenteista (88 miljardia euroa vuoden 2021 lopussa). Alhaisen volatiliteetin

[47] FSB, 11. lokakuuta 2021, Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience (toimintapoliittiset ehdotukset rahamarkkinarahastojen häiriönsietokyvyn parantamiseksi).

nettoarvon rahamarkkinarahastojen kohdalla EU:n julkisen sektorin velkainstrumenttien osuus näiden rahastojen valtion joukkovelkakirjalainoihin liittyvistä vastuista vuoden 2021 lopussa oli 36 prosenttia ja Yhdistyneeseen kuningaskuntaan ja Yhdysvaltoihin liittyvien valtiovastuiden osuus oli noin 60 prosenttia. Toisin kuin muun tyyppisissä rahamarkkinarahastoissa, suurin osa vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahastojen hallussa olevista julkisen sektorin velkainstrumenteista on EU:n instrumentteja, joiden osuus näiden rahastojen julkisen sektorin velkainstrumenteista johtuvista vastuista oli yli 75 prosenttia vuoden 2021 lopussa.[48] Julkisen sektorin velkainstrumenttien osuus on vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahastoissa kuitenkin yleensä pienempi kuin muun tyyppisissä rahamarkkinarahastoissa (vain 7 % niiden varoista).

Rahamarkkinarahastoasetuksen mukaan sellaiset julkisen sektorin velkainstrumentit, joiden jäljellä oleva maturiteetti on pidempi[49], voivat edelleen muodostaa enintään 17,5 prosenttiyksikköä alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastoilta tai julkisen sektorin velkainstrumentteihin sijoittavilta kiinteän nettoarvon rahamarkkinarahastoilta edellytetystä viikon kuluessa erääntyvien omaisuuserien 30 prosentin osuudesta. Kuulemisen vastaajien mukaan 17,5 prosentin yläraja vaikuttaa olevan epäjohdonmukainen sen kanssa, miten valtionlainainstrumentteja kohdellaan muissa lainsäädäntökehyksissä (3.2 jakso). Rahamarkkinarahastoasetuksen mukaan rahamarkkinarahastot voivat kuitenkin sijoittaa jopa 100 prosenttia varoistaan valtionlainainstrumentteihin, ja rajoituksissa keskitytään yksinomaan alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastojen ja julkisen sektorin velkainstrumentteihin sijoittavien kiinteän nettoarvon rahamarkkinarahastojen likviditeettipuskureihin, koska kyseisten omaisuuserien maturiteetti on pitempi ja volatiliteetti suurempi kuin viikon kuluessa erääntyvien omaisuuserien. Kuulemisen vastaajat toteavat myös, että monet sijoittajat käyttävät julkisen sektorin velkainstrumentteihin sijoittavia kiinteän nettoarvon rahamarkkinarahastoja, koska he eivät halua tai kykene sijoittamaan luottosalkkuihin. Tämä johtuu yleensä erityisistä vakuus-, pääoma- tai sääntelyvaatimuksista, kuten vaatimuksista, joiden mukaan käteispositioiden vakuutena saa olla ainoastaan valtionlainainstrumentteja, tai esimerkiksi laadukkaita likvidejä varoja edellyttävistä sääntelyvaatimuksista. Muut sijoittajat toteavat, että vaikka sijoituksia julkisen sektorin velkainstrumentteihin sijoittaviin kiinteän nettoarvon rahamarkkinarahastoihin tehdään hajautustarkoituksessa, näiden markkinoiden koko ei riitä täyttämään joidenkin sijoittajien kassanhallintatarpeita.

3.2. Yhtenäiset määritelmät siirtokelpoisten varojen korkealle ja erittäin korkealle likvidiydelle ja luottoluokalle

Rahamarkkinarahastoasetuksen 46 artiklan 2 kohdan d alakohdassa edellytetään, että komissio ottaa huomioon asetuksen (EU) N:o 575/2013 509 artiklan 3 kohdassa tarkoitetun kertomuksen.

Asetuksen (EU) N:o 575/2013 509 artiklan 3 kohdassa EPV:lle annettiin tehtäväksi antaa komissiolle kertomus siirtokelpoisten varojen korkean ja erittäin korkean likvidiyden ja luottoluokan asianmukaisista yhtenäisistä määritelmistä. Pankit sijoittavat näihin varoihin

[48] ESMA, 8. helmikuuta 2023: EU MMF market 2023.

[49] Jos tällaiset omaisuuserät ovat erittäin likvidejä ja ne voidaan lunastaa ja selvittää yhden työpäivän kuluessa, ne voidaan laskea mukaan viikon kuluessa erääntyviin omaisuuseriin ja niiden jäljellä oleva maturiteetti on enintään 190 päivää.

noudattaakseen Baselin pankkivalvontakomitean määrittelemien sääntöjen mukaisia lakisääteisiä likviditeettivaatimuksia.

EPV antoi tämän kertomuksen 20. joulukuuta 2013[50] ja suositteli, että siinä esitettyjä empiirisiä päätelmiä täydennetään laadullisella/asiantuntija-arviolla, joka perustuu myös valvontaviranomaisten neuvoihin. Useita erilaisia EU:ssa kaupankäynnin kohteena olevia rahoitusvaroja koskevan empiirisen analyysin perusteella EPV erotti toisistaan varat, joiden likvidiys ja luottoluokka ovat korkeat, sekä varat, joiden likvidiys ja luottoluokka ovat erittäin korkeat. Kansainvälisten normien mukaisesti EPV suositteli, että kaikki Euroopan talousalueen valtioiden ja keskuspankkien kotimaan valuutassa liikkeeseen laskemat tai takaamat joukkovelkakirjalainat sekä myös ylikansallisten laitosten liikkeeseen laskemat tai takaamat joukkovelkakirjalainat katsottaisiin siirtokelpoisiksi varoiksi, joiden likvidiys ja luottoluokka ovat erittäin korkeat.

Varainhoitajien likviditeettiriskien hallintaan sisältyy useita suojatoimia: porrastetut maturiteetit erityisesti vähemmän likvideille varoille, päivittäiset ja viikoittaiset likviditeettiluokat salkun sisältämien omaisuuserien maturiteetin mukaan, varojen luottoluokkaa koskevat säännöt, rahamarkkinarahastojen sijoittajapohjan tuntemus sekä varojen käyttäytymistä ja likviditeettiä sekä niiden korrelaatiota koskevat säännöt. Vuodesta 2017 lähtien on kiinnitetty enemmän huomiota likviditeettiriskin hallinnan vahvistamiseen muun muassa pyrkimällä kehittämään rahamarkkinarahastojen stressitestausta, läpinäkyvyyttä ja valvontaa, likvidien varojen määrittelyä ja omaisuuserien kelpoisuusvaatimuksia.

Varainhoitoa koskevien EU:n sääntöjen mukaan omaisuuserän likvidiyttä ei voida automaattisesti olettaa, vaan on tehtävä asianmukainen likviditeettitesti. Tätä varten varainhoitajien on otettava käyttöön asianmukainen riskienhallintaprosessi, jota tarkistetaan järjestelmällisesti ja mukautetaan varainhoitajien sijoitusstrategioiden ja sijoittajien tyypin mukaan (selonottovelvollisuus). Likvidiys ja luottoluokka mitataan tapauskohtaisesti rahoitusvälineiden ja koko salkun tasolla.

Vaikka joidenkin omaisuuserien likvidiyttä voidaan EU:n pankkialan kehyksessä pitää korkeana tai erittäin korkeana, näin ei välttämättä ole automaattisesti rahamarkkinarahastojen yhteydessä, ja rahaston varojen likvidiyden ja luottoluokan määrittämiseksi on tehtävä tapauskohtainen analyysi.

3.3. Rahamarkkinarahastoasetuksen vaikutus lyhytaikaisen rahoituksen markkinoihin

Rahamarkkinarahastoasetuksen 46 artiklan 2 kohdan e alakohdassa edellytetään, että komissio ottaa huomioon kyseisen asetuksen vaikutuksen lyhytaikaisen rahoituksen markkinoihin.

Rahamarkkinarahastot ovat osa lyhytaikaisen rahoituksen laajempaa ekosysteemiä. Maaliskuussa 2020 tapahtunut myllerrys paljasti tiettyjä rakenteellisia haavoittuvuuksia, tietoaukkoja ja sääntelyyn liittyviä epävarmuustekijöitä Euroopan lyhytaikaisen rahoituksen markkinoilla. Vaikka nämä seikat eivät kuulu rahamarkkinarahastoasetuksen soveltamisalaan, ne ovat merkittäviä EU:n rahamarkkinarahastojen moitteettoman toiminnan kannalta.

[50] Workstream 5 (WS 5): Report on the LCR pursuant to Art 481 (1) CRR (europa.eu).

Lyhytaikaisen rahoituksen markkinat perustuvat välittäjien kautta tapahtuvaan pörssin ulkopuoliseen kaupankäyntiin. On olemassa näyttöä siitä, että nämä lyhytaikaisen rahoituksen markkinat ovat hajanaiset ja läpinäkymättömät.[51] Merkitykselliset tiedot ovat hajallaan useissa kauppapaikoissa, joista mikään ei pysty antamaan kattavaa kuvaa markkinoista muun muassa osittaisen raportoinnin, toiminnan laajuuden epäselvyyden ja termien epäjohdonmukaisuuden vuoksi.

Tutkimus osoittaa myös, että jälkimarkkinoiden toiminta (osto- ja myyntitarjoukset, hinnat, määrät jne.) on lähes täysin läpinäkymätöntä. Tämä tekee hinnanmuodostuksesta haastavaa, aiheuttaa tehottomuutta näillä markkinoilla ja vaikeuttaa rahamarkkinarahastojen asianmukaista riskien seuraamista stressitilanteessa. Se myös estää sääntelyviranomaisia arvioimasta tarkasti rakenteellista markkinalikviditeettiä. Läpinäkyvyyden lisääminen voisi osaltaan lisätä lyhytaikaisen rahoituksen markkinoiden dynaamisuutta ja häiriönsietokykyä sekä vähentää rahamarkkinarahastoihin liittyvää riskiä vakavissa stressitilanteissa.

Useimmat kuulemiseen vastanneet, myös rahoitusalaa edustaneet vastaajat ja valvontaviranomaiset, huomauttivat, että lyhytaikaisen rahoituksen markkinoilla on tarpeen lisätä läpinäkyvyyttä ja helpottaa hinnanmuodostusta edellyttämällä, että kaupankäynnin kohteista ja maksamatta olevista määristä annetaan enemmän tietoja.

Näiden markkinoiden alhaisemman likviditeetin ja läpinäkymättömyyden vuoksi on lisäksi vaarana, että markkinoiden stressi voi siirtyä muihin rahamarkkinarahastoihin niin kutsutun leviämisdynamiikan välityksellä. Lunastustoimeksiantojen täyttämiseksi rahamarkkinarahastojen on investoitava riittävän likvideihin varoihin. Tällaisia likvidejä instrumentteja ovat esimerkiksi takaisinmyyntisopimukset (usein yön yli -sopimukset), velkasitoumukset ja pankkitalletukset. Muita instrumentteja (kuten talletustodistuksia ja yritystodistuksia) ei aina voida myydä nopeasti (koska niitä pidetään tavallisesti erääntymiseen asti ja jälkimarkkinat eivät ole riittävän syvät, mikä lisää hintavaikutusta, jos instrumentit myydään), mutta niiden maturiteetti on hyvin lyhyt. Jos tapahtuu sijoittajapako, rahamarkkinarahastot käyttävät ensimmäisenä toimenpiteenä erääntyvien omaisuuserien tuottoja tai keskeyttävät takaisinmyyntitransaktionsa lunastustoimeksiantojen täyttämiseksi. Jos sijoittajapako jatkuu, rahamarkkinarahastot myyvät likvidejä varojaan tekemättä uusia sijoituksia lyhytaikaisiin instrumentteihin, mikä johtaa yritysten rahoituslähteiden äkilliseen ehtymiseen.

Tämä leviämisdynamiikka voitaisiin periaatteessa välttää, jos rahamarkkinarahastot voisivat sijoittaa käteisvaransa instrumentteihin, joiden nopea lunastaminen ei johtaisi häiriön leviämiseen markkinoilla. Yksi tämän vaatimuksen täyttävä väline olisi itse keskuspankkiin tehtävä talletus. Tällaisesta järjestelystä on tehty tapaustutkimus Yhdysvalloissa, jossa rahamarkkinarahastot voivat sijoittaa ylimääräiset käteisvaransa Yhdysvaltain keskuspankin yön yli -takaisinmyyntisopimusten järjestelyyn (overnight reverse repo, ON RRP). Sen lisäksi, että tällä järjestelyllä ehkäistään leviämisdynamiikkaa likviditeettikriisitilanteissa, se asettaa myös Yhdysvaltojen rahamarkkinarahastosektorin EU:n rahamarkkinarahastoja edullisempaan asemaan likviditeetin sisäänvirtausten joustavan hallinnan kannalta.[52] Tästä on

[51] Darpeix, P., maaliskuu 2022, *The market of short-term debt securities in Europe: what do we know and what we do not know* , Authorité des Marchés Financiers, Risk and Trend Mappings.

[52] Päätös tällaisen likviditeettijärjestelyn avaamisesta rahamarkkinarahastoille ei kuitenkaan kuulu Euroopan komission vaan EKP:n toimivaltaan.

osoituksena Silicon Valley Bankin kaatumisen aiheuttama pankkikriisi, joka johti Yhdysvaltojen rahamarkkinarahastojen sisäänvirtausten lisääntymiseen, minkä seurauksena Yhdysvaltain keskuspankin järjestelyn käyttö lisääntyi maaliskuun 2023 viimeisten viikkojen aikana. Maaliskuussa 2023 rahamarkkinarahastoilla ja muilla hyväksyttävillä osallistujilla oli kyseisessä järjestelyssä yli 2,3 biljoonaa Yhdysvaltain dollaria.[53]

3.4. Sääntelykehitys kansainvälisellä tasolla

Rahamarkkinarahastoasetuksen 46 artiklan 2 kohdan f alakohdassa edellytetään, että komissio ottaa huomioon sääntelykehityksen kansainvälisellä tasolla.

Pandemiaan liittyvät tapahtumat vauhdittivat voimakkaasti rahamarkkinarahastojen sääntelykehyksen vahvistamista entisestään. Tämä on johtanut ESMAn, EJRK:n ja FSB:n esittämiin useisiin ehdotuksiin rahamarkkinarahastojen sääntelykehyksen uudistamiseksi, järjestelmäriskien rajoittamiseksi ja sen varmistamiseksi, että rahamarkkinarahastosektori kestää mahdollisen tulevan likviditeetti- tai markkinastressitilanteen. Eri viranomaisten ja laitosten ehdottamat toimintavaihtoehdot voidaan ryhmitellä seuraavasti: 1) pienennetään sijoittajapaon riskiä (erityisesti poistamalla tiettyjen rahamarkkinarahastojen talletusluonteiset piirteet), 2) vahvistetaan rahamarkkinarahastojen likviditeettiä ja kykyä kattaa tappiot ja 3) toteutetaan toimenpiteitä tuleviin kriiseihin varautumiseksi. Nämä ehdotukset luetellaan taulukossa 2, ja niitä käsitellään tarkemmin jäljempänä.

Taulukko 2 – Tärkeimmät toimintapoliittiset ehdotukset

Toimintapoliittiset tavoitteet	Toimintapolitiikkaa koskevat ehdotukset	1) ESMA	2) EJRK	3) FSB
Sijoittajapaon riskin pienentäminen	Poistetaan alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastojen mahdollisuus käyttää jaksotettuun hankintamenoon perustuvaa arvostusmenetelmää	Kyllä	Kyllä	Kyllä
	Irrotetaan likviditeetinhallintavälineiden käyttöönotto lakisääteisistä kynnysarvoista alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastojen ja kiinteän nettoarvon rahamarkkinarahastojen osalta	Kyllä	Kyllä	Kyllä
	Määrätään lunastusten kustannukset lunastuksia tekevien sijoittajien maksettaviksi		Kyllä	Kyllä
Vahvistetaan rahamarkkinarahastojen likviditeettiä ja kykyä kattaa tappiot	Likviditeetinhallintavälineiden käyttöä koskevat säännöt	Kyllä	Kyllä	Kyllä
	Päivä- ja viikkokohtaisen maksuvalmiussuhteen muutokset	Kyllä	Kyllä	
	Määrätään julkisen sektorin velkainstrumentteihin tehtävien sijoitusten vähimmäisosuus	Vapaaehtoinen hallussapito	Kyllä	
	Lisätään likviditeettivarantojen käyttömahdollisuuksia stressiaikoina	Kyllä	Kyllä	
	Otetaan käyttöön määrätty vähimmäisriski			Kyllä
	Pääomapuskuri			Kyllä

53 Reverse Repo Operations - FEDERAL RESERVE BANK of NEW YORK (newyorkfed.org).

Muut toimenpiteet	Stressitestauksen kehyksen parantaminen	Kyllä	Kyllä	
	Ulkoinen tuki (sisällytetään ESMAn lausunto lainsäädäntöön)	Kyllä		
	Rahamarkkinarahastojen luottoluokitusten julkistamista koskevat säännöt	Kyllä		
	Kehittyneemmät raportointivaatimukset	Kyllä	Kyllä	

- ESMA opinion to reform MMF Regulation (ESMAn lausunto rahamarkkinarahastoasetuksen uudistamisesta), 14. helmikuuta 2022.
- EJRK:n suositus rahamarkkinarahaston uudistamisesta, 25. tammikuuta 2022.
- FSB:n suositukset G20-ryhmälle rahamarkkinarahastoja koskevista uudistuksista, 11. lokakuuta 2021 (Policy proposals to enhance money market fund resilience).
- Yhdysvaltain arvopaperi- ja pörssikomitean (SEC) luonnokset rahamarkkinarahastoja koskeviin sääntöihin tehtäviksi muutoksiksi, 15. joulukuuta 2021 (MMF Reforms) julkisia kuulemisia varten.
- Yhdistyneen kuningaskunnan rahoitusvalvontaviranomaisen (FCA) ja Englannin keskuspankin 23. heinäkuuta 2022 asti kestänyttä kuulemista varten julkaisema yhteinen rahamarkkinarahastoja koskeva keskusteluasiakirja, toukokuu 2022 (Resilience of Money Market Funds).

(*) Ehdotus, jonka mukaan edellytettäisiin tiettyä erittäin likvidien omaisuuserien, mukaan lukien julkisen sektorin velkainstrumentit, vähimmäisosuutta sekä likvidiydeltään alhaisempien omaisuuserien enimmäisosuutta varoista markkinoiden stressitilanteessa (esimerkiksi että 40 % varoista on oltava yksityisen sektorin talletustodistuksia ja yritystodistuksia).
(**) Englannin keskuspankki ja Yhdistyneen kuningaskunnan rahoitusvalvontaviranomainen harkitsevat kuulemisen käynnistämistä vakaan nettoarvon rahamarkkinarahastojen poistamisesta alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastoista. Alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastoilla olisi samanlaiset säännöt kuin lyhyillä vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahastoilla. Englannin keskuspankki ja Yhdistyneen kuningaskunnan rahoitusvalvontaviranomainen harkitsevat myös julkisen sektorin velkainstrumentteihin sijoittavien kiinteän nettoarvon rahamarkkinarahastojen markkinoiden koon rajoittamista.

3.4.1. Sijoittajapaon riskin pienentäminen

Kansainväliset organisaatiot ja valvontaelimet, kuten EJRK ja ESMA, ovat suositelleet, että alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastot muutettaisiin vaihtuvan nettoarvon rahastoiksi Yhdysvaltojen esimerkin mukaisesti.[54] Tällaisella muutoksella pyrittäisiin vähentämään kynnysarvovaikutuksista johtuvan sijoittajapaon riskiä rajoittamalla sijoittajien mahdollisuuksia tehdä lunastuksia rahamarkkinarahastoista kiinteillä hinnoilla, jotka eivät markkinoiden stressitilanteissa välttämättä vastaa kohde-etuutena olevien omaisuuserien senhetkisiä markkina-arvoja. Tätä varten EJRK ja ESMA ehdottavat jaksotettuun hankintamenoon perustuvan arvostusmenetelmän käytön ja siihen liittyvän kahteen desimaaliin pyöristyksen kieltämistä, jotta alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastot voivat tarjota vakaan lunastushinnan.

Tämä toimintavaihtoehto merkitsisi kuitenkin EU:n rahamarkkinarahastojen markkinoiden radikaalia muutosta ja erityisesti alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastojen markkinoiden katoamista. Siirtyminen vakaasta vaihtuvaan nettoarvoon poistaisi näiltä tuotteilta niiden talletuksia muistuttavat ominaisuudet, jotka ovat yksi sijoittajien mainitsemista tärkeimmistä syistä käyttää tällaisia rahamarkkinarahastoja. Suurin osa kuulemiseen vastanneista suhtautui melko kriittisesti alhaisen volatiliteetin nettoarvon

[54] Yhdysvaltain arvopaperi- ja pörssikomitea (SEC) toteutti tämän toimenpiteen vuonna 2016. SEC:n toteuttama uudistus edellytti, että kaikki institutionaaliset prime-rahamarkkinarahastot (eli yhteisösijoittajien käyttämät muut kuin julkiset rahamarkkinarahastot) muunnettiin vaihtuvan nettoarvon rahastoiksi. Uudistuksen tuloksena näihin yhdysvaltalaisiin rahamarkkinarahastoihin sijoitettujen varojen määrä supistui merkittävästi kyseisten uudistusten täytäntöönpanoa edeltävinä vuosina, mikä hyödytti Yhdysvaltain julkisia rahamarkkinarahastoja (jotka perustuvat vakaaseen nettoarvoon).

rahamarkkinarahastojen poistamiseen. Useimpien vastaajien mukaan on olemassa riski siitä, että tässä tapauksessa jotkut sijoittajat poistuisivat rahamarkkinarahastojen markkinoilta. Sijoittajat voisivat siirtyä käyttämään vähemmän säänneltyjä tuotteita, koska taloudellisesti kannattavia alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastojen vaihtoehtoja ja ne korvaavia välineitä on rajallisesti saatavilla.

Alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastojen nykyiset sijoittajat voisivat yhtenä vaihtoehtona sijoittaa julkisen sektorin velkainstrumentteihin sijoittaviin kiinteän nettoarvon rahamarkkinarahastoihin (nykyisin 11 % prosenttia markkinoista), vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahastoihin (erityisesti lyhyisiin vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahastoihin) tai suoraan lyhyen aikavälin markkinoihin. Sidosryhmäkuulemiseen saadut vastaukset osoittavat kuitenkin, että julkisen sektorin velkainstrumentteihin sijoittavien kiinteän nettoarvon rahamarkkinarahastojen segmentti on liian pieni, jotta se vastaisi sijoittajien kassanhallintatarpeita, eikä se täytä heidän likviditeettivaatimuksiaan. Lisäksi vastaajat totesivat, että alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastojen poistaminen johtaisi kilpailun lisääntymiseen julkisyhteisöjen varoista, joita pankit sekä monet muut sijoittajat käyttävät laadukkaina likvideinä varoina likviditeetinhallintaan.

Joidenkin vastaajien mukaan lyhyet vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahastot voisivat olla vaihtoehto, mutta vastaajat huomauttavat, että niiden kirjanpitokäsittelyyn ”käteisvaroina tai muina rahavaroina” eri lainkäyttöalueilla liittyy epävarmuutta. Lisäksi tällaisilla muutoksilla olisi myös verovaikutuksia. Useimmat kuulemisen vastaajat ilmoittivat, että he käyttäisivät pankkitalletuksia vaihtoehtoisina välineinä siinä tapauksessa, että alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastoja ei enää olisi saatavilla, vaikka pankkitalletukset lisäisivät vastapuoliluottoriskiä ja vähentäisivät merkittävästi riskien hajauttamista rahamarkkinarahastojen tarjoamiin hajautettuihin salkkuihin verrattuna.

Kaiken kaikkiaan kuulemisen vastaajat arvostivat alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastojen hyödyllisyyttä ja erityisesti niiden helppokäyttöisyyttä sijoittajien kannalta, koska osakkeen hinta voitiin pyöristää 20 korkopisteen sisällä. Jos alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastoja ei enää olisi saatavilla, vastaajat pelkäsivät, ettei heillä olisi vaihtoehtoisia sijoitus- ja riskinhajauttamismahdollisuuksia. Lisäksi olisi otettava huomioon alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastojen häiriönsietokyky maaliskuun 2020 myllerryksessä, sillä yksikään alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahasto ei aktivoinut likviditeetinhallintavälineitä eikä tällaisia rahastoja muunnettu vaihtuvan nettoarvon rahamarkkinarahastoiksi tänä aikana.

3.4.2. Vahvistetaan rahamarkkinarahastojen likviditeettiä ja kykyä kattaa tappiot

Vakavaraisuusvalvonnasta vastaavat ja muut valvontaelimet ovat esittäneet useita toimintavaihtoehtoja, joilla pyritään vahvistamaan rahamarkkinarahastojen kykyä vastata suuriin lunastustoimeksiantoihin ja suojella yleistä etua ja rahoitusvakautta.

Vaikka rahamarkkinarahastoja koskevassa asetuksessa ei säädetä likviditeetinhallintavälineiden ja likviditeettitasojen välisestä automaattisesta yhteydestä, viikon kuluessa erääntyvien omaisuuserien 30 prosentin vähimmäisosuuden rikkominen saattaa johtaa lunastusrajoitusten tai -maksujen määräämiseen. Vaikuttaa siltä, että rahastonhoitajat jättivät tämän vuoksi käyttämättä viikon kuluessa erääntyviä omaisuuseriä lisääntyneiden lunastustoimeksiantojen rahoittamiseen maaliskuussa 2020, koska he pelkäsivät, että viikon kuluessa erääntyvien omaisuuserien vähimmäistason rikkominen lisäisi

lunastustoimeksiantoja entisestään sijoittajien ennakoidessa likviditeetinhallintavälineiden käyttöönottoa. Likviditeetinhallintavälineiden mahdollisen käytön irrottaminen kokonaan likviditeettivarantojen vähimmäisosuuksien rikkomisesta voisi parantaa rahastonhoitajien kykyä rahoittaa lisääntyneitä lunastuksia stressikausina. Tämä ehdotus on saanut tähän mennessä eniten tukea sidosryhmien keskuudessa.

EKP kannattaa voimakkaasti ehdotusta lieventää nykyisiä rajoja, jotka koskevat likviditeettiluokkiin sisältyviä hyväksyttäviä julkisen sektorin velkainstrumentteja. Se haluaa, että näihin omaisuuseriin tehtävistä sijoituksista tehdään pakollisia. Sidosryhmien näkemykset tällaisiin omaisuuseriin tehtävien investointien sitovuudesta ja tasosta ovat jakautuneet. Tämä liittyy siihen, että tällaisten investointien vaikutukset rahamarkkinarahastojen kannattavuuteen ja hyväksyttävien julkisen sektorin velkainstrumenttien saatavuuteen ovat vaihtelevia. Sidosryhmät ilmaisevat myös huolensa likviditeettiriskin siirtämisestä valtionvelkamarkkinoille. Vaikka julkisen sektorin velkainstrumentit voivat toimia keskeisenä välineenä rahamarkkinarahastojen likviditeetin hallinnassa, Yhdistyneen kuningaskunnan äskettäinen kriisi osoitti, että ne eivät ole immuuneja hintojen epävakauden jaksoille. Lisäksi on olemassa riski, että hyväksyttäviä julkisen sektorin velkainstrumentteja koskevien nykyisten rajojen nostaminen johtaisi rahamarkkinarahastojen sijoitusten liialliseen keskittymiseen näihin arvopapereihin, vaikka sijoitusten hajauttaminen eri omaisuusluokkiin on tärkeä suojakeino.

Yleisesti ottaen ehdotuksia hallussa olevien likvidien omaisuuserien vähimmäistason nostamisesta on vaikea panna täytäntöön, vaikka niiden sisältö ei olekaan kiistanalainen, ja niillä voi olla tahattomia seurauksia. Vaikka maksuvalmiusvaatimusta koskevissa säännöissä annetaan laadukkaiden likvidien varojen määritelmä, omaisuudenhoitoalalla on vaikea määritellä likvidejä varoja (stressikausien markkinaolosuhteet voivat esimerkiksi vaikuttaa myös valtion joukkovelkakirjalainoihin). Lisäksi rahamarkkinarahastojen hoitajat noudattavat likviditeetin hallinnassa kokonaisvaltaista lähestymistapaa, johon kuuluvat porrastetut maturiteetit, takaisinmyyntitransaktioiden käyttö ja rahastojen sijoittajapohjan ominaispiirteet (mukaan lukien sijoittajien keskittyminen). Lisäksi uudet kiinteät kynnysarvot jäykentäisivät varainhoitajien likviditeettiriskin hallintaa koskevien toimintaperiaatteiden täytäntöönpanoa, stressitestit mukaan luettuina, millä saattaisi olla tahattomia vaikutuksia.

Sidosryhmien keskuudessa vallitsee rahamarkkinarahastojen roolin ja tehtävän mukaan eriäviä näkemyksiä niiden suositusten tosiasiallisesta vaikutuksesta, joiden mukaan rahastonhoitajille olisi annettava mahdollisuus siirtää lunastuskustannukset sijoittajille (ottamalla käyttöön erilaisia hintaan perustuvia likviditeetinhallintavälineitä, joita kutsutaan myös joustavaksi hinnoitteluksi) FSB:n ja EJRK:n suositusten ja Yhdysvaltojen arvopaperi- ja pörssikomitean ehdotuksen mukaisesti. Ehdotuksella vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia ja yhteissijoitusyrityksiä koskevien direktiivien tarkistamisesta pyritään FSB:n ja EJRK:n suositusten mukaisesti laajentamaan rahastojen likviditeetinhallintavälineiden valikoimaa EU:ssa ja yhdenmukaistamaan niiden käyttötapoja. EU:n rahamarkkinarahastot hyötyvät vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia ja yhteissijoitusyrityksiä koskevien direktiivien tarkistuksesta, jolla varainhoitajille annettaisiin mahdollisuus valita tarkoituksenmukaisimmat likviditeetinhallintavälineet erityisestä luettelosta.

FSB on esittänyt ehdotuksia rahamarkkinarahastojen tappionkattamiskyvyn lisäämiseksi muun muassa siten, että asetetaan rajoituksia osakkeille, jotka voidaan lunastaa välittömästi (tätä kutsutaan ”määrätyksi vähimmäisriskiksi”), ja edellytetään, että rahamarkkinarahastot ylläpitävät pääomapuskureita esimerkiksi rahamarkkinarahaston ulkopuolella rahastonhoitajien rahoittamalla sulkutilillä. Tämäntyyppiset ratkaisut heikentäisivät

sijoittajien ensimmäisen toimijan etua, koska niillä pienennettäisiin riskiä siitä, että muille sijoittajille aiheutuu tappioita. Tällaiset ratkaisut ovat kuitenkin joko testaamattomia ja riippuvaisia merkittävistä toiminnallisista mukautuksista (”vähimmäisriskin” osalta) tai ne tekisivät rahamarkkinarahastojen toiminnasta kalliimpaa ja johtaisivat siten todennäköisesti joidenkin rahastojen sulkemiseen (pääomapuskureiden vuoksi) ja sijoittajien saaman tuoton pienenemiseen.

3.4.3. Muut toimenpiteet

ESMA ja FSB ovat ehdottaneet myös useita muita toimenpiteitä, jotka eivät liity suoraan rahamarkkinarahastojen toimintaan, ja niitä on syytä arvioida tarkemmin. Ne liittyvät pääasiassa raportointiin ja stressitestaukseen. Myös muita sidosryhmien ehdotuksia, kuten valvonnan vahvistamista, voitaisiin arvioida lähemmin.

3.5. Mahdollisuus ottaa käyttöön EU:n julkisen sektorin velkainstrumentteja koskeva 80 prosentin kiintiö

Rahamarkkinarahastoasetuksen 46 artiklan 2 kohdassa edellytetään, että komissio arvioi mahdollisuutta ottaa käyttöön EU:n julkisen sektorin velkainstrumentteja koskeva 80 prosentin kiintiö.

Tässä kertomuksessa otetaan huomioon EU:n lyhytaikaisten julkisen sektorin velkainstrumenttien saatavuus ja arvioidaan, voisivatko alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastot olla asianmukainen vaihtoehto muiden valuuttojen määräisiin julkisen sektorin velkainstrumentteihin sijoittaville kiinteän nettoarvon rahamarkkinarahastoille.

Rahamarkkinarahastoasetuksen johdanto-osan 56 kappaleessa todetaan, että tällainen kiintiö saattaa olla perusteltu ”vakavaraisuuden valvonnan kannalta”, koska ”EU:n lyhytaikaisten julkisen sektorin velkainstrumenttien liikkeeseenlaskuun sovelletaan unionin oikeutta”. On kuitenkin kaksi merkittävää ongelmaa, jotka tekevät tällaisesta kiintiöstä käytännössä mahdottoman toteuttaa.

Ensimmäinen ongelma on EU:ssa tällä hetkellä saatavilla olevien julkisen sektorin velkainstrumentteihin sijoittavien kiinteän nettoarvon rahamarkkinarahastojen (jotka ovat enimmäkseen dollari- tai puntamääräisiä; on olemassa vain yksi suhteellisen pieni euromääräinen julkisen sektorin velkainstrumentteihin sijoittava kiinteän nettoarvon rahamarkkinarahasto[55]) ja EU:n julkisen sektorin velkainstrumenttien denominaation välinen vastaamattomuus. Darpeixin tiedot[56] osoittavat, että suurin osa (noin 90 %) EU-maiden (riippumatta siitä, kuuluvatko ne euroalueeseen) liikkeeseen laskemista lyhytaikaisista velkapapereista on euromääräisiä ja vain noin 5 prosenttia dollarimääräisiä. Itse rahastojen ja käytettävissä olevien julkisen sektorin velkainstrumenttien denominaatioiden välinen vastaamattomuus aiheuttaa sen, että EU:n julkisen sektorin velkainstrumentteihin sijoittavat

[55] Perustuu ESMAn 8. helmikuuta 2023 julkaisemiin tietoihin: EU MMF market 2023.

[56] Darpeix, P., maaliskuu 2022, *The market of short-term debt securities in Europe: what do we know and what we do not know* , Authorité des Marchés Financiers, Risk and Trend Mappings.

kiinteän nettoarvon rahamarkkinarahastot sijoittavat pääasiassa Yhdysvaltojen ja Yhdistyneen kuningaskunnan liikkeeseen laskemiin instrumentteihin.[57]

Julkisen kuulemisen tulokset osoittavat, että vaikka asetettaisiin EU:n julkisen sektorin velkainstrumentteja koskeva kiintiö, dollari- ja puntamääräisten kiinteän nettoarvon rahamarkkinarahastojen sijoittajat eivät todennäköisesti siirtyisi euromääräisiin julkisiin velkainstrumentteihin sijoittaviin rahamarkkinarahastoihin kahdesta pääasiallisesta syystä:

- Ensimmäinen syy on se, että asiakkaat ottavat yleensä huomioon valtion riskiä ja valuuttariskiä koskevat näkökohdat yhdessä. Esimerkiksi dollarimääräisiin rahamarkkinarahastoihin sijoittavat asiakkaat haluavat, että riskit liittyvät Yhdysvaltojen velkaan ja valuuttaan eivätkä EU:n velkaan ja valuuttaan. Tämä liittyy läheisesti myös rahamarkkinarahastojen taloudelliseen tehtävään tietyn valuutan määräisen likviditeetin varastona.
- Toinen syy on se, että riskit liittyvät euromääräisten lyhytaikaisten julkisen sektorin velkainstrumenttien vähäiseen hajautumiseen ja suhteellisen alhaiseen likvidiyteen. Sidosryhmiltä saatu palaute osoittaa, että rahamarkkinarahastot sijoittavat mieluummin omaisuuseriin, joiden maturiteetti on alle kolme kuukautta, mikä on vaikeaa saavuttaa nykyisillä euromääräisten lyhytaikaisten julkisen sektorin velkainstrumenttien markkinoilla.

Toinen ongelma on se, että tällaisella kiintiöllä voisi olla kielteisiä vaikutuksia rahoitusvakauteen. Pankit tarvitsevat valtionvastuita täyttääkseen Basel II -sopimuksen maksuvalmiusvaatimukset. EU:n julkisen sektorin velkainstrumentteja koskeva vähintään 80 prosentin kiintiö tarkoittaisi, että rahamarkkinarahastot sijoittaisivat samoihin instrumentteihin kuin pankit. Tällöin hyvin monet sijoittajat sijoittaisivat samaan omaisuusluokkaan, mikä kriisitilanteissa lisäisi leviämisriskiä ja finanssimarkkinoiden epävakauden riskiä, koska yhteiset kohde-etuutena olevat vastuut vahvistaisivat rahoitusriskin ja valtion riskin välistä palautekehää.

Edellä esitetyn analyysin perusteella on kyseenalaista, olisiko EU:n rahamarkkinarahastoille asetettavasta EU:n julkisen sektorin velkainstrumentteja koskevasta vähintään 80 prosentin kiintiöstä hyötyä. Vaikka kiintiötä ei otettaisi käyttöön, markkinoille saattaa kuitenkin ilmestyä enemmän euroon keskittyviä julkisen sektorin velkainstrumentteihin sijoittavia kiinteän nettoarvon rahamarkkinarahastoja euroalueen korkojen äskettäisen nousun jälkeen, ja tämä voisi auttaa lisäämään lyhytaikaisten euromääräisten julkisen sektorin velkainstrumenttien sijoituksia EU:n julkisen sektorin velkainstrumentteihin sijoittaviin kiinteän nettoarvon rahamarkkinarahastoihin.

4. PÄÄTELMÄT

Tällä kertomuksella täytetään rahamarkkinarahastoasetuksen 46 artiklan 1 ja 2 kohdan mukainen lakisääteinen toimeksianto, jonka mukaan komissio toimittaa Euroopan parlamentille ja neuvostolle kertomuksen, jossa tarkastellaan rahamarkkinarahastoasetuksen asianmukaisuutta uudelleen vakavaraisuuden ja talouden kannalta.

Kertomus osoittaa, että rahamarkkinarahastoasetus on selvinnyt hyvin testistä, johon se joutui rahamarkkinarahastojen maaliskuussa 2020 covid-19-pandemiaan liittyvän markkinahäiriön

[57] Rahamarkkinarahastot eivät eri syistä yleensä käytä useita eri valuuttoja. Vaikka ne voisivat jossain määrin tehdä niin suojautumalla valuuttariskiltä valuuttajohdannaisten avulla, siitä tulisi merkittävässä mittakaavassa harjoitettuna liian kallista.

aikana kokeman likviditeettistressin, korkojen viimeaikaisten korotusten sekä niihin liittyvän rahoitusvarojen uudelleenhinnoittelun myötä. Minkään EU:hun sijoittautuneen rahamarkkinarahaston ei tarvinnut ottaa käyttöön lunastusmaksuja tai lunastusrajoituksia tai keskeyttää lunastuksia näissä stressitilanteissa. Vastaavasti puntamääräisiin omaisuuseriin keskittyvät EU:n rahamarkkinarahastot kestivät lunastuspaineen, joka liittyi valtionobligaatioiden markkinoiden stressiin syyskuussa 2022.

Nämä kokemukset osoittavat, että rahamarkkinarahastoasetuksen suojatoimet ovat toimineet tarkoitetulla tavalla. Tähän sisältyvät suojatoimet, joiden avulla vakaan nettoarvon rahamarkkinarahastot (kiinteän nettoarvon rahamarkkinarahastot ja alhaisen volatiliteetin nettoarvon rahamarkkinarahastot) voivat jatkaa jaksotettuun hankintamenoon perustuvan arvostusmenetelmän käyttöä tietyin edellytyksin aiheuttamatta järjestelmäriskejä tai haittaa sijoittajille.

Koska rahamarkkinarahastoasetuksella otettiin käyttöön asiaa koskeva erityinen järjestelmä, sillä on vahvistettu merkittävästi EU:n rahamarkkinarahastojen – joihin aiemmin sovellettiin erilaisia sääntöjä – sääntelykehystä. Nyt, kun rahamarkkinarahastoasetusta on sovellettu viiden vuoden ajan, tässä kertomuksessa kuitenkin yksilöidään puutteita, joita olisi arvioitava tarkemmin. Erityisesti sidosryhmäkuulemisen tulokset ja viimeaikainen markkinakehitys osoittavat, että EU:n rahamarkkinarahastojen häiriönsietokykyä voitaisiin edelleen parantaa erityisesti irrottamalla likviditeetinhallintavälineiden mahdollinen käyttöönotto lakisääteisistä likviditeetin kynnysarvoista. Lisäksi tässä kertomuksessa korostetaan rahamarkkinarahastojen ja siten myös rahamarkkinarahastoasetuksen ulkopuolisia rakenteellisia ongelmia, myös niitä, jotka liittyvät kohde-etuutena toimiviin lyhyen aikavälin markkinoihin. Näitä rakenteellisia ongelmia olisi syytä arvioida lähemmin, ja niitä analysoidaan tällä hetkellä perusteellisemmin FSB:n tasolla.

Lisäksi EU:n rahamarkkinarahastot hyötyvät vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia ja yhteissijoitusyrityksiä koskevien direktiivien käynnissä olevasta uudelleentarkastelusta[58], jonka tavoitteena on ottaa käyttöön uusia yhdenmukaistettuja sääntöjä, joilla lisätään avointen rahastojen mahdollisuuksia käyttää likviditeetinhallintavälineitä. Tämä uusi likviditeetinhallintavälineitä koskeva kehys vahvistaa entisestään EU:n rahamarkkinarahastojen likviditeetinhallinnan häiriönsietokykyä stressitilanteissa.

[58] Koska EU:ssa toimivat rahamarkkinarahastot on perustettava ja niiden on toimittava joko vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia koskevan direktiivin tai yhteissijoitusyrityksiä koskevan direktiivin mukaisesti. Komission ehdotus on nähtävissä osoitteessa https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12648-Financial-services-review-of-EU-rules-on-alternative-investment-fund-managers_fi