EUROPSKA
KOMISIJA

Bruxelles, 11.5.2026.
COM(2026) 350 final

IZVJEŠĆE KOMISIJE EUROPSKOM PARLAMENTU I VIJEĆU

o primjerenosti Uredbe (EU) 2017/1131 Europskog parlamenta i Vijeća o novčanim fondovima s bonitetnog i gospodarskog stajališta

SAŽETAK

Uredbom o novčanim fondovima, koja je stupila na snagu 2018., utvrđen je sveobuhvatan okvir za novčane fondove u EU-u. U njoj se ističe njihova važna uloga u financiranju gospodarstva, osobito u kratkoročnom financiranju javnih tijela i društava, te ispunjavanju potreba ulagatelja. Novčani fondovi u EU-u likvidan su i dobro reguliran investicijski instrument koji doprinosi ostvarivanju ciljeva unije štednje i ulaganja.

Uredba o novčanim fondovima uključuje zaštitne mjere namijenjene jačanju otpornosti novčanih fondova, što je neophodno kako bi ulagatelji imali povjerenja u proizvod. U Komisijinu Izvješću o novčanim fondovima iz 2023.[1] zaključeno je da je okvir uglavnom uspješan u smanjenju likvidnosnih rizika te su utvrđeni određeni aspekti tih rizika koje je potrebno dodatno razmotriti. U ovom se izvješću iznose rezultati dopunskih analiza likvidnosnih rizika i zaključci o boljoj otpornosti novčanih fondova.

Novčani fondovi raznoliki su i izloženi različitim razinama likvidnosnih šokova ovisno o vrsti (novčani fondovi s promjenjivom neto vrijednošću imovine (NAV), novčani fondovi s NAV-om niske volatilnosti i novčani fondovi s nepromjenjivim NAV-om), valuti, ulagateljima i namjenama. Zbog tih razlika održavaju pričuve likvidnosti iznad propisanih minimalnih vrijednosti uzimajući u obzir specifične karakteristike i rezultate testiranja otpornosti na stres svakog fonda. Taj oprezan pristup upravitelja novčanih fondova može se objasniti kontrolom ulagatelja (koju omogućuju pravila o transparentnosti iz Uredbe o novčanim fondovima), regulatornim nadzorom i zabrinutošću zbog reputacijskih rizika.

Novčani fondovi dokazali su da su sposobni obnoviti zaštitne slojeve likvidnosti čak i u razdobljima tržišnog stresa, što je odraz aktivnog upravljanja likvidnosnim rizikom i učinkovitog nadzora. To navodi na zaključak da se mehanizmi utvrđeni u Uredbi o novčanim fondovima dosljedno provode uz koordinaciju Europskog nadzornog tijela za vrijednosne papire i tržišta kapitala (ESMA).

U ovom je izvješću procijenjena otpornost imovine za pokriće tjedne likvidnosti (WLA), koja se smatra korisnom referentnom vrijednošću za upravljanje i nadzor likvidnosnog rizika. Na temelju opsežne analize podataka u ovom se izvješću zaključuje da odgovarajuće referentne razine imovine za pokriće tjedne likvidnosti („razine otpornosti tržišta”) iznose 20 % za novčane fondove s promjenjivim NAV-om i 40 % za novčane fondove s nepromjenjivim NAV-om i novčane fondove s NAV-om niske volatilnosti.

Komisija stoga smatra da te razine otpornosti tržišta mogu poslužiti upraviteljima novčanih fondova, posebno onima s funkcijom upravljanja rizicima, i nacionalnim nadležnim tijelima kao referentne vrijednosti za lakše prepoznavanje situacija koje bi mogle iziskivati pomnije praćenje i veći nadzorni angažman.

[1] Izvješće Komisije Europskom parlamentu i Vijeću o primjerenosti Uredbe (EU) 2017/1131 Europskog parlamenta i Vijeća o novčanim fondovima s bonitetnog i gospodarskog stajališta (COM(2023) 452): EUR-Lex – 52023DC0452 – HR – EUR-Lex.

Sadržaj

SAŽETAK **1**

POKRATE **3**

1 UVOD **5**

2 OCJENA UPRAVLJANJA LIKVIDNOŠĆU NOVČANIH FONDOVA **7**

2.1 Razine zaštitnih slojeva likvidnosti 7

2.2 Kako novčani fondovi ispunjavaju zahtjeve za isplatu 11

3 PROCJENA ODGOVARAJUĆIH RAZINA OTPORNOSTI TRŽIŠTA NOVČANIH FONDOVA **13**

4 ZAKLJUČAK **14**

5 PRILOG I. RAZINE ZAŠTITNIH SLOJEVA LIKVIDNOSTI **15**

5.1 Statistički podaci o razinama zaštitnih slojeva likvidnosti 15

5.2 Primjeri novčanih fondova koji se suočavaju s visokom stopom šokova povezanih s isplatama 15

6 PRILOG II. PONAŠANJE ISPLATA U STRESNIM TRŽIŠNIM UVJETIMA **17**

6.1 Tržišni stres na početku pandemije bolesti COVID-19 17

6.1.1 Ukupni učinak na tržište **17**

6.1.2 Neujednačeni učinci i reakcije među novčanim fondovima **17**

6.2 Tržišni događaj povezan s ulaganjem na temelju obveza 18

7 PRILOG III. RAZINE OTPORNOSTI TRŽIŠTA **21**

7.1 Kalibracija šokova povezanih s isplatama 21

7.2 Kalibracija „pragova otpornosti tržišta” 21

POKRATE

Direktiva o UAIF-ima	Direktiva o upraviteljima alternativnih investicijskih fondova
CNAV MMF	novčani fond javnog duga s nepromjenjivim NAV-om kako je definiran u članku 2. točki 11. Uredbe o novčanim fondovima
DLA	imovina za pokriće dnevne likvidnosti, u skladu sa zahtjevima iz članka 24. stavka 1. točaka (c) i (d) i članka 25. stavka 1. točke (c) Uredbe o novčanim fondovima
ESB	Europska središnja banka
ESMA	Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala
ESRB	Europski odbor za sistemske rizike
EUR	euro
FSB	Odbor za financijsku stabilnost
GBP	funta sterlinga
LMT	instrument za upravljanje likvidnošću
LVNAV MMF	novčani fond s NAV-om niske volatilnosti kako je definiran u članku 2. točki 12. Uredbe o novčanim fondovima
LRM	upravljanje likvidnosnim rizikom
MMF	novčani fond. Novčani fondovi odnose se na fondove sa sjedištem u EU-u, osim ako je navedeno drukčije (npr. novčani fondovi u SAD-u).
upravitelj MMF-a	upravitelj novčanog fonda kako je definiran u članku 2. točki 23. Uredbe o novčanim fondovima
Uredba o novčanim fondovima	Uredba (EU) 2017/1131 o novčanim fondovima
NAV	neto vrijednost imovine
NCA	nacionalno nadležno tijelo koje je nadležno tijelo novčanog fonda kako je definirano u članku 2. točki 17. Uredbe o novčanim fondovima
SIU	unija štednje i ulaganja, inicijativa Europske komisije za stvaranje boljih financijskih mogućnosti za građane EU-a i jačanje sposobnosti financijskog sustava da štednju poveže s produktivnim ulaganjima
USD	američki dolar
UCITS	subjekti za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire
VNAV MMF	novčani fond s promjenjivim NAV-om kako je definiran u članku 2. točki 13. Uredbe o novčanim fondovima
WAL	ponderirano prosječno trajanje kako je definirano u članku 2. točki 20. Uredbe o novčanim fondovima
WAM	ponderirano prosječno dospijeće kako je definirano u članku 2. točki 19. Uredbe o novčanim fondovima
WLA	imovina za pokriće tjedne likvidnosti, u skladu sa zahtjevima iz članka 24. stavka 1. točaka (e) i (f) i članka 25. stavka 1. točke (d) Uredbe o novčanim fondovima
Izvješće o novčanim fondovima iz 2023.	Izvješće Komisije Europskom parlamentu i Vijeću o primjerenosti Uredbe (EU) 2017/1131 Europskog parlamenta i Vijeća o novčanim fondovima s bonitetnog i gospodarskog stajališta (COM(2023) 452)

1 UVOD

Novčani fondovi imaju ključnu ulogu u financijskom sustavu kao instrumenti upravljanja novčanim sredstvima za društva i kao prilika za ulagatelje koje zanimaju ulaganja s niskom volatilnošću i višim prinosima u odnosu na bankovne depozite. Povećanje imovine novčanih fondova u EU-u u posljednjih pet godina (+45 % od 2019. do 2024.) potvrđuje uspjeh tog okvira. Ukupna imovina 455 novčanih fondova u EU-u krajem 2024. iznosila je oko 1,95 bilijuna EUR. Novčani fondovi u EU-u uglavnom su osnovani u Irskoj, Luksemburgu i Francuskoj. Zbog toga funkcioniraju kao regulirani investicijski instrument koji doprinosi diversifikaciji mogućnosti ulaganja i upravljanju rizicima u skladu s ciljevima unije štednje i ulaganja. Osim toga, poduzećima u EU-u pružaju dodatne mogućnosti financiranja rasta, inovacija i novih radnih mjesta.

Ukratko o novčanim fondovima u EU-u

- Izraženi su u eurima (~45 %), američkim dolarima (~32 %) i funtama sterlinga (~23 %).
- Osnovani su u Irskoj (44 %), Luksemburgu (30 %) i Francuskoj (24 %).
- U vlasništvu su profesionalnih ulagatelja (90 %), uključujući ulagatelje izvan EU-a za novčane fondove sa sjedištem u Irskoj (77 %) i Luksemburgu (63 %).
- Novčani fondovi s NAV-om niske volatilnosti (~46 %), novčani fondovi s promjenjivim NAV-om (~43 %) i novčani fondovi s nepromjenjivim NAV-om (~11 % NAV-a).

Izvor: ESMA, tržište novčanih fondova u EU-u 2023. i podaci za četvrto tromjesečje 2024.

Uredbom o novčanim fondovima, koja je stupila na snagu 2018., utvrđen je sveobuhvatan regulatorni i nadzorni okvir za novčane fondove u EU-u koji „osiguravaju kratkoročno financiranje financijskim institucijama, korporacijama i vladama [i] pridonose financiranju gospodarstva Unije” (uvodna izjava 1. Uredbe o novčanim fondovima).

Direktiva o UAIF-ima i Direktiva o UCITS-ima revidirane su kako bi se uveo jači i usklađeniji okvir za upravljanje likvidnosnim rizikom, ponajprije zahvaljujući zahtjevu da upravitelji odaberu i primijene barem jedan instrument za upravljanje likvidnošću s utvrđenog popisa. Taj okvir, koji se primjenjuje od 16. travnja 2026., povećava usklađenost među fondovima i jača opću financijsku stabilnost.

Uredba o novčanim fondovima funkcionira kao usklađen okvir za jačanje otpornosti sektora i ublažavanje sistemskog rizika, a njezine odredbe obuhvaćaju, među ostalim, prihvatljivu imovinu, sastav portfelja, vrednovanje, upravljanje rizicima, zabranu primjene financijske poluge, transparentnost i izvješćivanje. Okosnicu Uredbe čine zahtjevi koji se odnose na sastav portfelja. Uključuju odredbe čiji je cilj osigurati likvidnost novčanih fondova, kao što su odredbe o zaštitnim slojevima likvidnosti i odredbe kojima se opisuju uloga i dužnosti upravitelja novčanog fonda (npr. ograničenja dospijeća i kreditna kvaliteta[2], vidjeti u nastavku). Vrste novčanih fondova u EU-u te njihove glavne karakteristike i regulatorni zahtjevi navedeni su u tablici 1, u kojoj su prikazani minimalni regulatorni pragovi za imovinu za pokriće dnevne i tjedne likvidnosti (DLA i WLA) koja se mora držati u novčanim fondovima. Svrha je minimalnih pragova iz Uredbe o novčanim fondovima, zajedno s drugim zaštitnim mjerama, osigurati da novčani fondovi s vremenom mogu ispuniti zahtjeve ulagatelja za isplatu.

[2] Upravitelji novčanih fondova odgovorni su za usklađivanje s Uredbom o novčanim fondovima. Imaju posebne dužnosti, uključujući procjenu kreditne kvalitete imovine novčanih fondova, provedbu testiranja otpornosti na stres, vrednovanje imovine i objavljivanje informacija ulagateljima.

Tablica 1: Glavni zahtjevi i karakteristike novčanih fondova u EU-u

	Kratkoročni novčani fond			Standardni novčani fond
	Novčani fond sa stabilnim NAV-om		Novčani fond s promjenjivim NAV-om	
Zahtjevi	**Novčani fond s nepromjenjivim NAV-om**	**Novčani fond s NAV-om niske volatilnosti**	**Kratkoročni novčani fond s promjenjivim NAV-om**	**Standardni novčani fond s promjenjivim NAV-om**
WAM	najviše 60 dana			najviše 6 mjeseci
WAL	najviše 120 dana			najviše 12 mjeseci
Dospijeće imovine	najviše 397 dana			najviše dvije godine s usklađivanjem kamatnih stopa u roku od najviše 397 dana
DLA	najmanje 10 %		najmanje 7,5 %	
WLA	najmanje 30 % (uključujući do 17,5 % u javnom dugu s dospijećem u roku od 190 dana)		najmanje 15 %	
Ostalo	bez financijske poluge, diversifikacija, zahtjevi kreditne kvalitete, transparentnost i izvješćivanje			

Komisija je 2023. objavila izvješće[3] (Izvješće o novčanim fondovima iz 2023.) koje je pokazalo da je „Uredba o novčanim fondovima uspješno prošla testiranje otpornosti na likvidnosni stres koji su novčani fondovi pretrpjeli tijekom previranja na tržištu u ožujku 2020. povezanih s pandemijom bolesti COVID-19, nedavna povećanja kamatnih stopa i s njima povezano ponovno određivanje cijena financijske imovine"[4]. Iako je u izvješću zaključeno da okvir uglavnom može osigurati otpornost sektora, istaknuti su određeni aspekti upravljanja likvidnosnim rizikom koje je potrebno dodatno razmotriti kako bi se postigla otpornost novčanih fondova.

Nastavno na Izvješće o novčanim fondovima iz 2023. u ovom se izvješću ocjenjuje funkcioniranje novčanih fondova na temelju opsežnih analiza i ispituje upravljanje likvidnosnim rizicima na temelju više izvora podataka[5] i savjetovanja[6]. Ocjenjuje se kako novčani fondovi reagiraju na likvidnosne šokove i kako upravitelji ublažavaju likvidnosni rizik, ponajprije uz pomoć zaštitnih slojeva likvidnosti.

U ovom su izvješću izneseni ključni nalazi ocjene upravljanja likvidnošću novčanih fondova (odjeljak 2.) i analiza odgovarajućih razina otpornosti tržišta (odjeljak 3.). Podrobnija tehnička analiza tih tema navedena je u prilozima.

[3] Komisija donosi izvješće o funkcioniranju Uredbe o novčanim fondovima – Financije.
[4] Izvješće o novčanim fondovima iz 2023., str. 21.
[5] Podaci su prikupljeni iz sljedećih izvora: Crane Data, Morningstar, ESMA i nacionalna nadležna tijela.
[6] Komisijino Ciljano savjetovanje o funkcioniranju Uredbe o novčanim fondovima, 12. travnja 2022. i Ciljano savjetovanje o procjeni primjerenosti makrobonitetnih politika za nebankovno financijsko posredovanje (NBFI), 22. svibnja 2024.

2 OCJENA UPRAVLJANJA LIKVIDNOŠĆU NOVČANIH FONDOVA

2.1 Razine zaštitnih slojeva likvidnosti

Komisija je provela analizu zaštitnih slojeva likvidnosti na razini cijelog sektora (makroanaliza) i na razini pojedinačnih novčanih fondova (mikrorazine) kako bi razumjela na koji se način razine određuju i ponaša li se tržište dosljedno.

Glavni nalaz br. 1: većina novčanih fondova u EU-u drži zaštitne slojeve likvidnosti znatno iznad minimalnih zahtjeva iz Uredbe o novčanim fondovima

Novčani fondovi primjenjuju velik broj razina zaštitnih slojeva likvidnosti povezanih s njihovim specifičnim okolnostima, prije svega s vjerojatnošću zahtjeva za isplatu u različitim opsezima, ovisno o bazi ulagatelja. Od prvog tromjesečja 2020. do četvrtog tromjesečja 2025. novčani fondovi s promjenjivim NAV-om u prosjeku su držali najmanje 19 % sredstava u imovini za pokriće dnevne i 29 % u imovini za pokriće tjedne likvidnosti, u odnosu na regulatorne minimume od 7,5 % za imovinu za pokriće dnevne i 15 % za imovinu za pokriće tjedne likvidnosti, a zaštitni slojevi novčanih fondova s nepromjenjivim NAV-om i novčanih fondova s NAV-om niske volatilnosti bili su čak i viši, u prosjeku 36 % u imovini za pokriće dnevne i 54 % u imovini za pokriće tjedne likvidnosti, u odnosu na minimalne regulatorne pragove od 10 % za imovinu za pokriće dnevne i 30 % za imovinu za pokriće tjedne likvidnosti.

U tablici 2 prikazana je raspodjela imovine za pokriće dnevne i imovine za pokriće tjedne likvidnosti prema vrsti novčanog fonda u razdoblju od šest godina. Na primjer, kad je riječ o raspodjeli imovine za pokriće tjedne likvidnosti za novčane fondove s NAV-om niske volatilnosti, prosječni zaštitni sloj iznosio je 50 %, dok je za 25. percentil bio ispod 43 %, a za 75. percentil iznosio je 54 %. Iz tih podataka proizlazi da je za veliku većinu novčanih fondova s NAV-om niske volatilnosti (75 %) prosječna imovina za pokriće tjedne likvidnosti bila iznad 43 %. Slični su nalazi zabilježeni i za ostale kategorije novčanih fondova i njihovu imovinu za pokriće dnevne likvidnosti.

Tablica 2: Raspodjela imovine za pokriće dnevne i imovine za pokriće tjedne likvidnosti prema vrsti novčanog fonda u razdoblju od šest godina (u % NAV-a novčanog fonda)

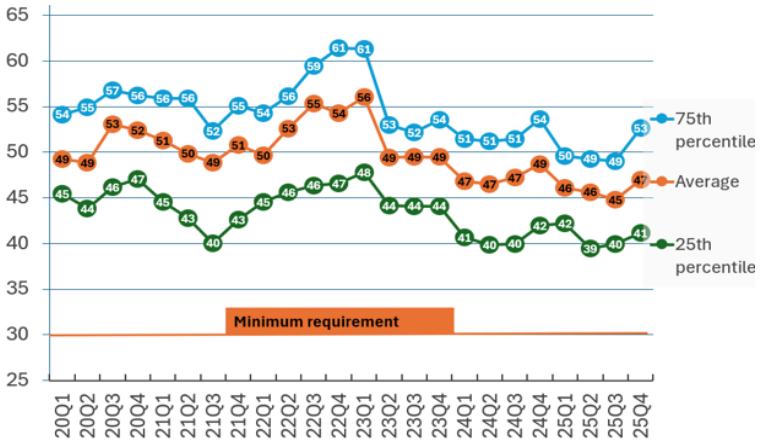
		Vrsta novčanog fonda			
		Novčani fond s nepromjenjivim NAV-om	Novčani fond s NAV-om niske volatilnosti	Kratkoročni novčani fond s promjenjivim NAV-om	Standardni novčani fond s promjenjivim NAV-om
DLA	25. percentil	24 %	25 %	11 %	8 %
	Prosjek	40 %	33 %	22 %	15 %
	75. percentil	53 %	38 %	28 %	18 %
WLA	25. percentil	41 %	43 %	22 %	16 %
	Prosjek	59 %	50 %	35 %	24 %
	75. percentil	76 %	54 %	43 %	28 %

Izvori: Europska komisija na temelju podataka ESMA-e iz razdoblja od prvog tromjesečja 2020. do četvrtog tromjesečja 2025.

To što većina novčanih fondova u EU-u drži zaštitne slojeve likvidnosti znatno iznad minimalnih zahtjeva iz Uredbe o novčanim fondovima može se objasniti općenito opreznim pristupom koji primjenjuju zbog strogog nadzora, kontrole ulagatelja (koju omogućuju zahtjevi za transparentnost iz

Uredbe o novčanim fondovima) i povećane osjetljivosti na reputacijske rizike. To ponašanje relativno je stabilno tijekom vremena uz određene varijacije (vidjeti grafikon 1 o novčanim fondovima s NAV-om niske volatilnosti i Prilog I.). Grafikon 1 pokazuje da je od 2020. do 2025. najniža zabilježena razina prosječnog zaštitnog sloja likvidnosti iznosila 45 %, a 25. percentil nikad nije pao ispod prosječne razine od 40 % (drugo tromjesečje 2025.).

Grafikon 1: Kretanja raspodjele imovine za pokriće tjedne likvidnosti za novčane fondove s NAV-om niske volatilnosti



Izvor: Europska komisija na temelju podataka ESMA-e iz razdoblja od prvog tromjesečja 2020. do četvrtog tromjesečja 2025.
Napomena: kretanja prosječne imovine za pokriće tjedne likvidnosti te 25. i 75. percentila imovine za pokriće tjedne likvidnosti (kao postotka NAV-a) u novčanim fondovima s NAV-om niske volatilnosti.

Slični obrasci uočavaju se i za druge kvantitativne zahtjeve iz Uredbe o novčanim fondovima, što pokazuje da se u cijelom sektoru novčanih fondova primjenjuje oprezan pristup. Na primjer, razine WAL-a ostale su znatno ispod primjenjivih regulatornih gornjih granica. Za novčane fondove s nepromjenjivim NAV-om, novčane fondove s NAV-om niske volatilnosti i kratkoročne novčane fondove s promjenjivim NAV-om prosječne i medijalne vrijednosti WAL-a uglavnom su se kretale u rasponu od 40 do 65 dana, dok je regulatorna gornja granica 120 dana. To pokazuje da su dospijeća imovine u prosjeku dva do tri puta kraća u odnosu na regulatorno ograničenje, **što omogućuje bržu isplatu i nadopunu zaštitnih slojeva likvidnosti**. Standardni novčani fondovi s promjenjivim NAV-om zabilježili su više razine WAL-a, pri čemu su prosječne i medijalne razine iznosile oko 110 – 125 dana, što je znatno ispod regulatorne gornje granice od 360 dana[7].

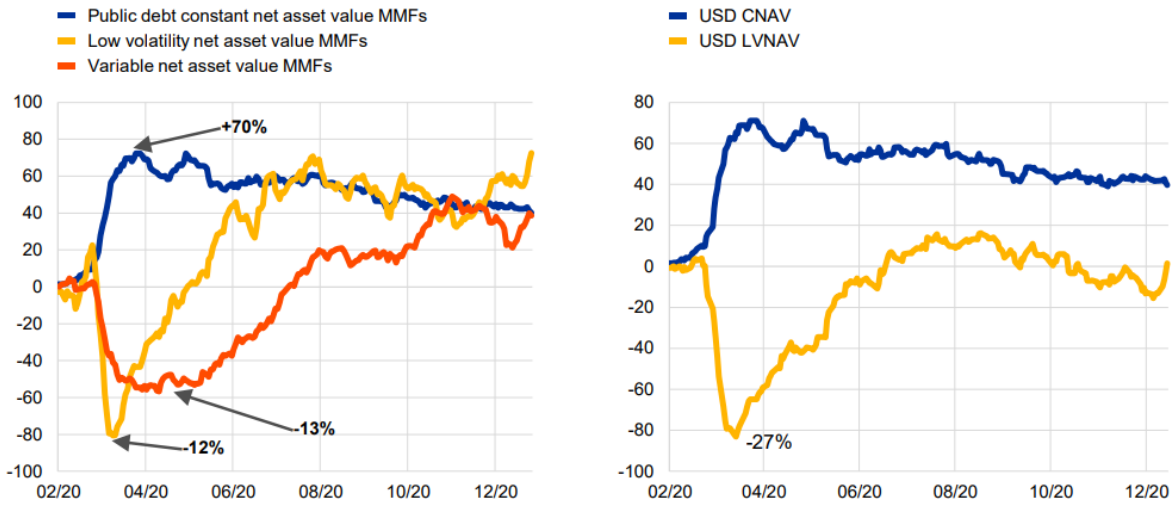
Glavni nalaz br. 2: novčani fondovi drže više razina zaštitnih slojeva likvidnosti zbog svojih različitih karakteristika i izloženosti različitim stupnjevima potencijalnih likvidnosnih šokova

Novčani fondovi pri poslovanju uglavnom drže zaštitne slojeve iznad regulatornih minimuma iako oni mogu varirati. To je zato što novčani fondovi imaju različite karakteristike, uključujući kategoriju (promjenjivi NAV, NAV niske volatilnosti ili nepromjenjivi NAV), valutu, sastav baze ulagatelja i načine korištenja (vidjeti Prilog II.), pa su izloženi različitim stupnjevima potencijalnih likvidnosnih šokova. Čak ni novčani fondovi slične vrste i valute nisu jednako osjetljivi na likvidnosne šokove.

U tom su kontekstu novčani fondovi za vrijeme tržišnog događaja povezanog s pandemijom bolesti COVID-19 (vidjeti grafikon 2) u prosjeku doživjeli šokove povezane s isplatama **koje su njihovi zaštitni slojevi likvidnosti mogli podnijeti**. Grafikon 2 pokazuje da su novčani fondovi s promjenjivim NAV-om u razdoblju od mjesec dana zabilježili povlačenja novca od oko 13 %, dok je minimalni tjedni zaštitni sloj likvidnosti iznosio 15 %. Odljevi zabilježeni među novčanim fondovima s NAV-om niske volatilnosti iznosili su oko 12 %, dok su među fondovima izraženima u američkim dolarima dosegnuli 27 % u usporedbi s tjednim zaštitnim slojem likvidnosti od 30 %. S druge strane, u početnoj fazi pandemije bolesti COVID-19 novčani fondovi s nepromjenjivim NAV-om zabilježili su znatne priljeve.

[7] Izvješće ESMA-e o novčanim fondovima (2023.) i Crane Data.

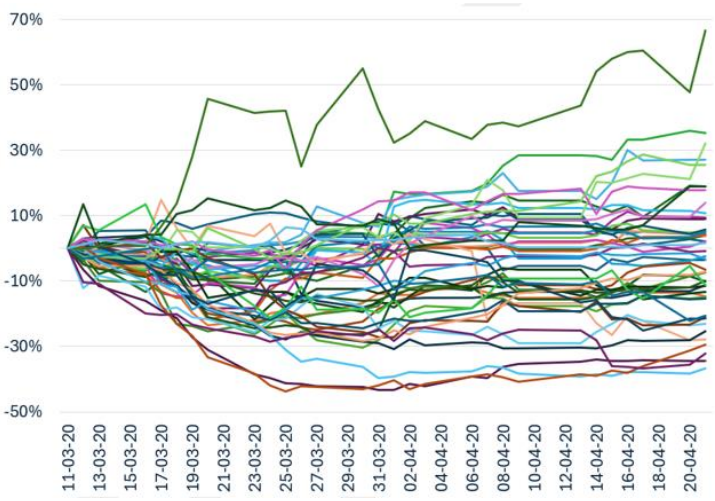
Grafikon 2: Neto kumulativni tokovi u novčanim fondovima na početku tržišnog događaja povezanog s pandemijom bolesti COVID-19



Izvori: Izvješće ESRB-a, srpanj 2021., *Issues note on systemic vulnerabilities of and preliminary policy considerations to reform money market funds* (Dopis o sistemskim osjetljivostima novčanih fondova i preliminarnim razmatranjima u okviru politike o njihovoj reformi).
Napomena: neto kumulativni dnevni tokovi raščlanjeni prema vrsti novčanog fonda i izraženi u milijardama eura (os *y*). Pozitivne vrijednosti označavaju neto upise, a negativne vrijednosti označavaju neto isplate. Postoci prikazuju tokove fondova u odnosu na neto vrijednost imovine svake vrste fonda.

Za vrijeme tržišnog događaja povezanog s pandemijom bolesti COVID-19 novčani fondovi s NAV-om niske volatilnosti izraženi u američkim dolarima doživjeli su velik šok povezan s isplatama. Međutim, u toj je skupini učinak bio iznimno neujednačen, pri čemu je 6 % tih fondova zabilježilo kumulativne neto odljeve veće od 30 %, a 10 % uopće nije zabilježilo isplate. Između te dvije krajnosti uočene su različite razine priljeva ili odljeva, kao što je prikazano na grafikonu 3. Crte označavaju kumulativne neto tokove pojedinačnih novčanih fondova s NAV-om niske volatilnosti izraženih u američkim dolarima tijekom otprilike pet tjedana tržišnog događaja povezanog s pandemijom bolesti COVID-19.

Grafikon 3: Kumulativni tokovi pojedinačnih novčanih fondova s NAV-om niske volatilnosti izraženih u američkim dolarima za vrijeme tržišnog događaja povezanog s pandemijom bolesti COVID-19



Izvori: Crane Data i nacionalna nadležna tijela.
Napomena: svaka crta označava neto kumulativne tokove kao postotak NAV-a (os *y*) novčanih fondova s NAV-om niske volatilnosti izraženih u američkim dolarima čiji NAV iznosi više od 1 milijarde EUR. Pozitivne vrijednosti označavaju neto upise, a negativne vrijednosti označavaju neto isplate. Ti primjeri pokazuju da, iako su za vrijeme tržišnog događaja povezanog s pandemijom bolesti COVID-19 novčani fondovi s NAV-om niske volatilnosti izraženi u američkim dolarima zabilježili znatne isplate, u toj kategoriji novčanih fondova učinak nije bio ujednačen.

2.2 Kako novčani fondovi ispunjavaju zahtjeve za isplatu

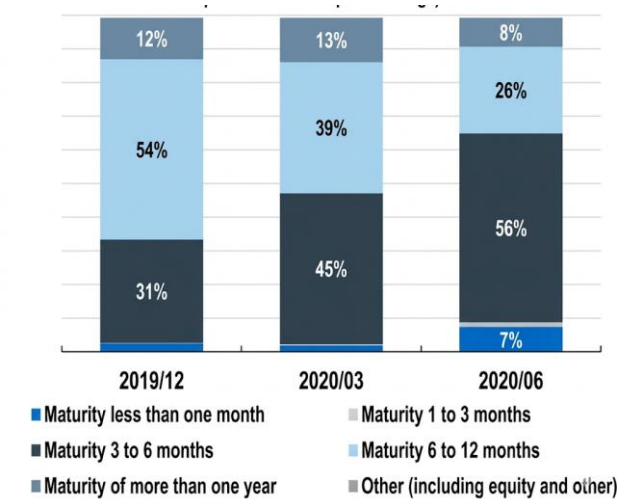
Primjeri stresnih tržišnih uvjeta kao što su pandemija bolesti COVID-19 i tržišni događaji povezani s fondovima za ulaganja na temelju obveza pružaju vrijedan uvid u dinamiku upravljanja likvidnošću u takvim uvjetima. Komisija je analizirala sposobnost novčanih fondova da nadopune zaštitne slojeve likvidnosti, među ostalim u stresnim tržišnim uvjetima. Ta analiza, koja se temeljila na opsežnim skupovima podataka, obuhvaćala je dvije razine: 1. cjelokupno tržište i 2. detaljniji pregled novčanih fondova koji su doživjeli najteže likvidnosne šokove.

Glavni nalaz br. 3: novčani fondovi uspijevaju nadopuniti svoje zaštitne slojeve likvidnosti pod snažnim pritiskom zbog zahtjeva za isplatu, među ostalim u stresnim tržišnim uvjetima

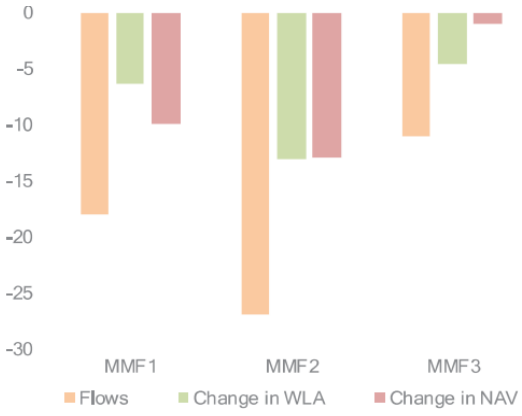
U uobičajenim tržišnim uvjetima novčani fondovi obično održavaju i nadopunjavaju svoje zaštitne slojeve likvidnosti „mehaničkim operacijama". To se postiže ne samo ponavljanjem ciklusa prodaje kvalitetne imovine s kratkoročnim dospijećem (komercijalni zapisi, potvrde o depozitu i blagajnički zapisi[8]) na temelju vrijednosnog učinka približavanja dospijeću (*roll down*) i ponovnog ulaganja novčanih sredstava u novu imovinu s kratkoročnim dospijećem nego i transakcijama na sekundarnom tržištu i primjenom prekonoćnog osiguranog financiranja (npr. obratni repo ugovori) koje se svakodnevno može povećati ili smanjiti. Taj se postupak regulira i nadzire na temelju strogih zahtjeva povezanih s dospijećem iz Uredbe o novčanim fondovima, prvenstveno zahtjeva koji se odnosi na WAL, kojim se ograničava prosječno dospijeće imovine novčanih fondova općenito i dospijeće svake pojedinačne imovine (vidjeti tablicu 1).

U stresnim tržišnim uvjetima novčani fondovi za nadopunjavanje primjenjuju „defenzivne" operacije umjesto mehaničkih. Kako se isplate ubrzavaju, a likvidnost na sekundarnom tržištu slabi, upravitelji novčanih fondova aktivno ubrzavaju stvaranje novca likvidacijom imovine koju drže i smanjuju izloženost tržišnim cijenama (vidjeti grafikon 4). Da bi to postigli, prilagođavaju sastav portfelja kako bi smanjili WAM (osjetljivost na tržišnu cijenu) i WAL (prosječno dospijeće)[9] koncentriranjem ponovnih ulaganja u najlikvidnije obveznice s najkraćim trajanjem. To novčanim fondovima omogućuje da ubrzaju obnovu zaštitnih slojeva likvidnosti. Na grafikonu 3 prikazano je kretanje portfelja obveznica novčanih fondova prije i na početku pandemije bolesti COVID-19. Iz njega je vidljivo da se od prosinca 2019. do lipnja 2020. udio obveznica s kraćim trajanjem (od tri do šest mjeseci) u portfelju gotovo udvostručio u cijelom sektoru.

Grafikon 4: Kretanje sastava duga novčanih fondova



Grafikon 5: Odnos između imovine za pokriće tjedne likvidnosti i odstupanja od NAV-a



[8] Novčani fondovi ulažu u kratkoročne instrumente kao što su komercijalni zapisi, potvrde o depozitu i blagajnički zapisi kako bi ulagateljima osigurali niskorizične likvidne prinose.

[9] Tržišni rizik proporcionalan je trajanju obveznica. Skraćivanjem dospijeća obveznica u portfeljima novčanih fondova smanjuje se izloženost tih portfelja tržišnom riziku pri pretvaranju obveznica u novac u kraćem roku.

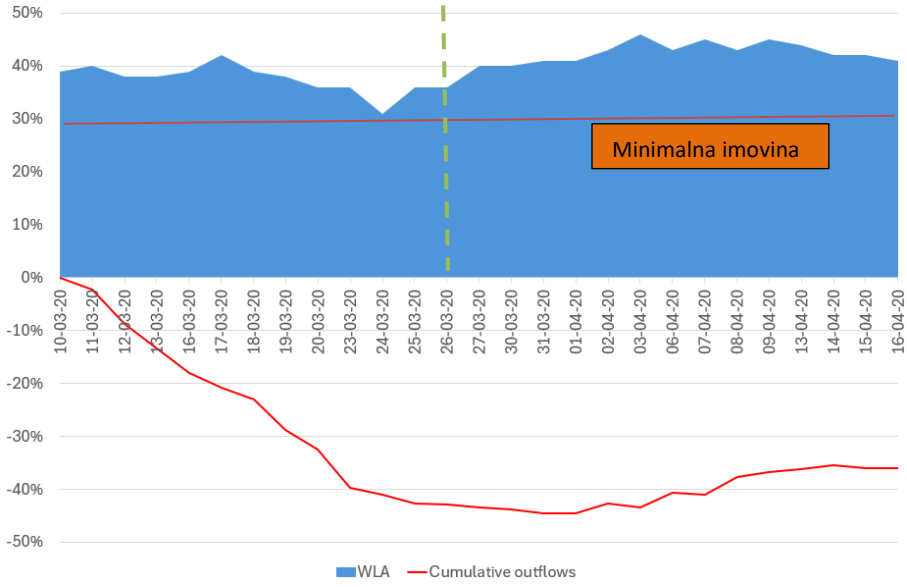
Izvor: EFAMA, *European MMFs in the Covid-19 market turmoil* (Europski novčani fondovi tijekom previranja na tržištu povezanih s pandemijom bolesti COVID-19), studeni 2020.
Napomena: raščlamba dugova u portfelju novčanih fondova prema dospijeću, izražena kao postotak ukupne imovine novčanih fondova.

Izvor: Izvješće ESMA-e, *Vulnerabilities in money market funds* (Osjetljivosti novčanih fondova), 2021.
Napomena: sedmodnevni neto tokovi, imovina za pokriće tjedne likvidnosti kao postotak NAV-a i odstupanja od NAV-a (u baznim bodovima) na dan 25. ožujka 2020.

Analiza pojedinačnih novčanih fondova koji su zabilježili opsežne zahtjeve za isplatu pokazala je sličan obrazac: ti su fondovi davali prednost održavanju likvidnosti te su uspjeli brzo obnoviti svoje zaštitne slojeve likvidnosti nakon što su ih iskoristili (vidjeti grafikon 6 za ilustraciju i Prilog I.). Općenito, šokovi povezani s isplatama s kojima su se suočili pojedini novčani fondovi bili su manji od iznosa zadržanih zaštitnih slojeva likvidnosti, pa su fondovi mogli brzo ispuniti zahtjeve za isplatu. Na grafikonu 6 prikazan je primjer novčanog fonda s NAV-om niske volatilnosti koji je doživio ekstremni scenarij isplate i način na koji je u referentnom razdoblju održavao tjedne zaštitne slojeve likvidnosti iznad regulatornih minimuma. Unatoč odljevu od 45 % u tom razdoblju imovina za pokriće tjedne likvidnosti nije pala ispod 30 %[10].

Treba napomenuti da su, u kontekstu većih razlika između ponuđenih i traženih cijena, novčani fondovi s NAV-om niske volatilnosti zadržali svoje zaštitne slojeve imovine za pokriće tjedne likvidnosti amortizacijom portfelja ili prodajom imovine. To je možda dovelo do odstupanja od NAV-a, posebno ako je prodana manje likvidna imovina, na primjer komercijalni zapisi i potvrde o depozitu. Ta odstupanja od NAV-a prikazana su na grafikonu 5. To znači da je za održavanje zaštitnih slojeva imovine za pokriće tjedne likvidnosti možda bila potrebna prodaja manje likvidne imovine, koja je doprinijela odstupanjima od NAV-a.

Grafikon 6: Primjer najgoreg scenarija za novčani fond s NAV-om niske volatilnosti u uvjetima jakog likvidnosnog šoka



Izvori: Crane Data i nacionalna nadležna tijela.
Napomena: primjer novčanog fonda s NAV-om niske volatilnosti koji bilježi vrlo velike odljeve, koji ilustrira utjecaj na imovinu za pokriće tjedne likvidnosti i obnovu likvidnosti koja potom slijedi. Vidjeti druge primjere u Prilogu I.

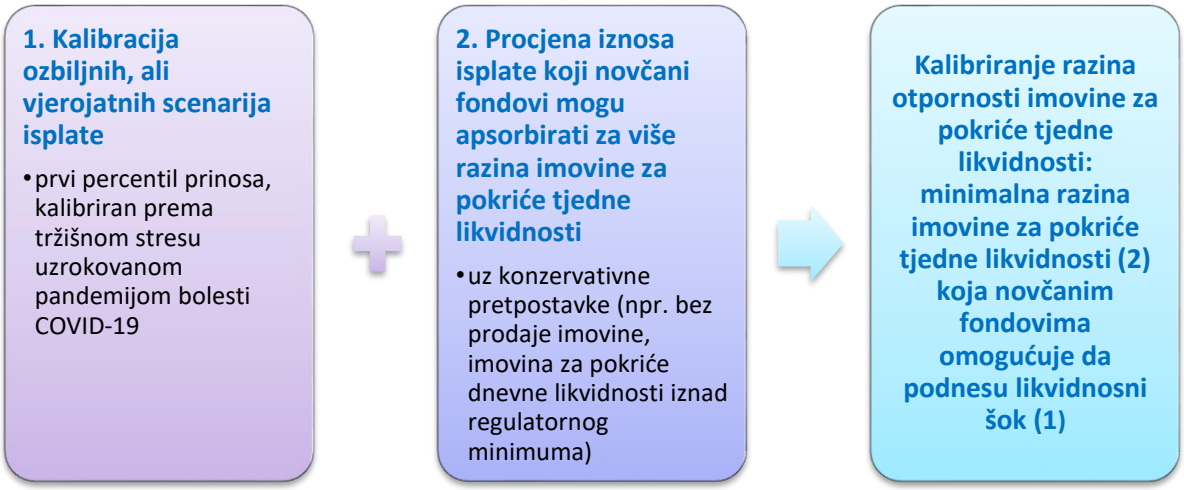
[10]Treba napomenuti da je sektoru pomogla i intervencija središnje banke na tržištima komercijalnih zapisa, koja je doprinijela sprečavanju daljnjih posljedica za novčane fondove pod pritiskom.

3 PROCJENA ODGOVARAJUĆIH RAZINA OTPORNOSTI TRŽIŠTA NOVČANIH FONDOVA

U ovom se odjeljku razmatra otpornost sektora novčanih fondova u EU-u na znatna povećanja opsega zahtjeva za isplatu. Kako je navedeno u prethodnim odjeljcima, zaštitni slojevi likvidnosti imaju ključnu ulogu u ispunjavanju zahtjeva za isplatu, posebno u razdobljima nelikvidnosti kratkoročnih tržišta. Radi provedbe te analize Komisija je izračunala minimalnu razinu imovine za pokriće tjedne likvidnosti („razina otpornosti imovine za pokriće tjedne likvidnosti") koja bi novčanim fondovima koji je održavaju omogućila da ispune opsežne zahtjeve za isplatu, a ujedno održe imovinu za pokriće dnevne likvidnosti iznad regulatornog minimuma.

Metodologija je sažeto opisana u nastavku, a odgovarajući podaci navedeni su u Prilogu III.

Ključni koraci metodologije za kalibraciju razine otpornosti imovine za pokriće tjedne likvidnosti



Glavni nalaz br. 4: za podnošenje stresnih tržišnih uvjeta općenito su dovoljne razine otpornosti imovine za pokriće tjedne likvidnosti od 40 % za novčane fondove sa stabilnim NAV-om i 20 % za novčane fondove s promjenjivim NAV-om

Ta analiza pokazuje da su razine otpornosti imovine za pokriće tjedne likvidnosti od 40 % za novčane fondove sa stabilnim NAV-om i 20 % za novčane fondove s promjenjivim NAV-om općenito dovoljne za podnošenje stresnih tržnih uvjeta (vidjeti i Prilog III.). Točnije, održavanje vrijednosti imovine za pokriće tjedne likvidnosti na tim razinama otpornosti ili iznad njih omogućilo bi novčanim fondovima u EU-u da podnesu teške šokove povezane s isplatama bez rasprodaje imovine po preniskim cijenama i pritom zadrže vrijednosti imovine za pokriće dnevne likvidnosti iznad regulatornih minimuma. Održavanje vrijednosti imovine za pokriće dnevne likvidnosti iznad minimuma doprinosi postizanju trenutačne likvidnosti za isplate, posebno u razdobljima stresa kad se novčani fondovi mogu suočiti s isplatama tijekom nekoliko uzastopnih dana.

To znači da će, **iz perspektive cijelog tržišta**, ujednačena primjena tih razina otpornosti ojačati sposobnost novčanih fondova u EU-u da podnesu stresne tržišne uvjete i ublaže širenje šokova na ostatak financijskog sustava i gospodarstvo.

Komisija stoga smatra da bi te razine otpornosti imovine za pokriće tjedne likvidnosti mogle poslužiti kao praktične referentne točke za upravljanje likvidnosnim rizikom. Iz nadzorne perspektive mogle bi funkcionirati i kao pokazatelji ranog upozorenja koji bi poticali pomnije praćenje ili pojačan nadzorni angažman nacionalnih nadležnih tijela kad novčani fondovi kontinuirano posluju ispod utvrđenih razina

otpornosti. Drugim riječima, na temelju tih **razina otpornosti imovine za pokriće tjedne likvidnosti mogle bi se prepoznavati situacije koje iziskuju dodatnu pozornost upravitelja novčanih fondova, posebno njihovih timova za upravljanje rizicima, te pojačani nadzorni angažman relevantnih nacionalnih nadležnih tijela i upravitelja novčanih fondova.**

Treba istaknuti da brojni novčani fondovi vjerojatno neće doživjeti šokove povezane s isplatama u razmjeru koji je primijenjen za kalibraciju razina otpornosti imovine za pokriće tjedne likvidnosti. Kao što je vidljivo iz ovog izvješća, novčani fondovi nisu homogeni; njihova podložnost likvidnosnim šokovima ovisi o njihovim specifičnim karakteristikama i bazi ulagatelja. Osim toga, kalibracija razina otpornosti imovine za pokriće tjedne likvidnosti temelji se na konzervativnim pretpostavkama, posebno na pretpostavci da se imovina za pokriće dnevne likvidnosti ne primjenjuje nakon što dosegne regulatorni minimum.

Stoga **proglašavanje utvrđenih razina otpornosti imovine za pokriće tjedne likvidnosti novim obvezujućim regulatornim minimumima nije proporcionalno s obzirom na heterogenost sektora novčanih fondova i vrsta fondova (glavni nalaz br. 2).** Komisija smatra da, umjesto toga, te razine otpornosti imovine za pokriće tjedne likvidnosti mogu poslužiti kao referentne vrijednosti za nadzor i upravljanje rizicima, koje će upraviteljima novčanih fondova i nacionalnim nadležnim tijelima olakšati prepoznavanje situacija koje bi mogle iziskivati pomnije praćenje i pojačani nadzorni angažman.

4 ZAKLJUČAK

Upravitelji novčanih fondova trebali bi na temelju ovih nalaza unaprijediti upravljanje likvidnošću, a nacionalna nadležna tijela poboljšati nadzor nad novčanim fondovima. Nalazi iz odjeljka 2. pokazuju da su razine likvidnosti u cijelom sektoru raznolike iako su općenito znatno iznad minimalnih regulatornih pragova iz Uredbe o novčanim fondovima. Nadalje, sektor novčanih fondova općenito odgovorno upravlja likvidnosnim rizicima, i kontinuirano i u razdobljima stresnih tržišnih uvjeta.

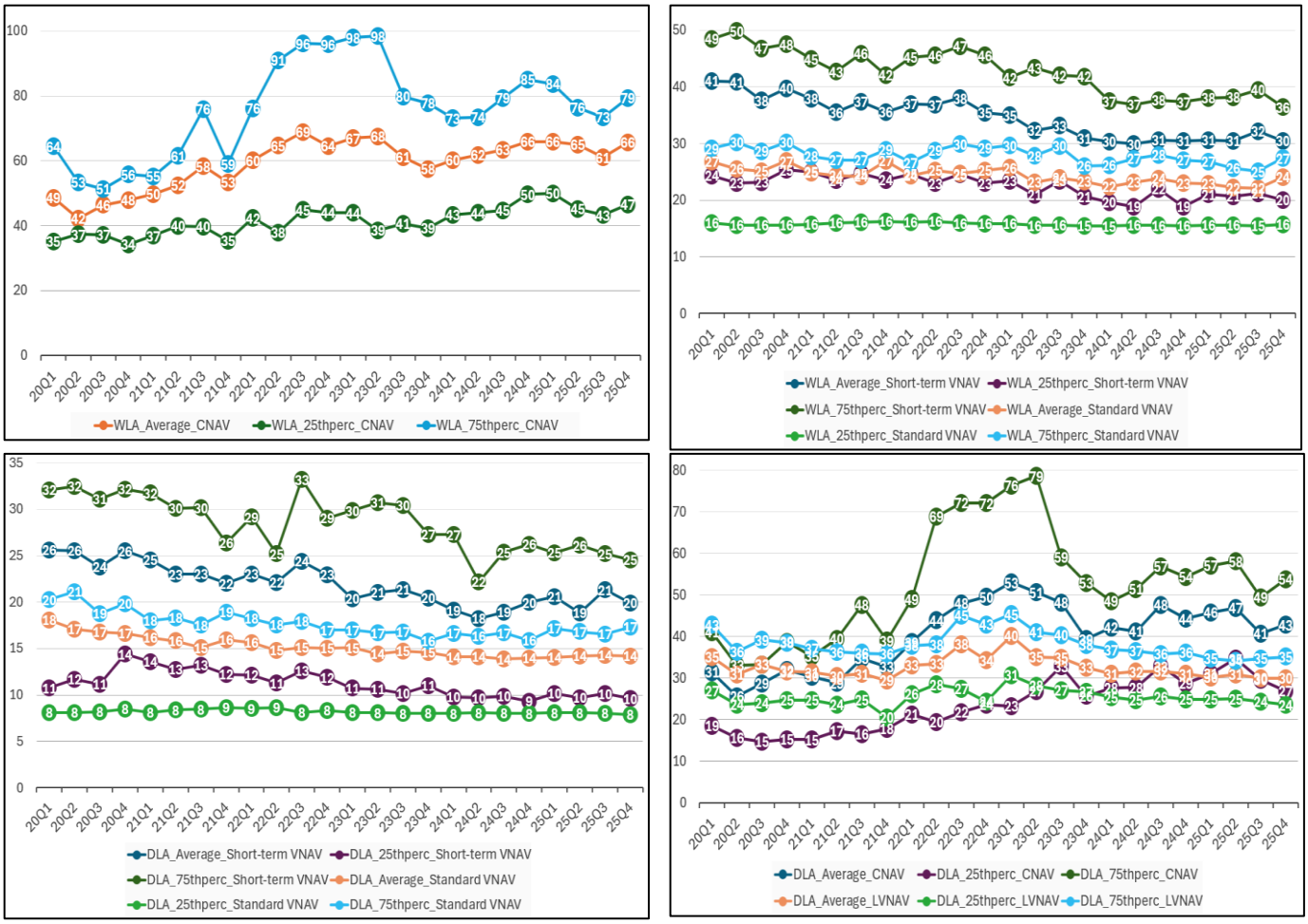
Nalazi iz odjeljka 3. upućuju na to da utvrđene razine otpornosti imovine za pokriće tjedne likvidnosti mogu poslužiti kao referentne vrijednosti za nadzor i upravljanje likvidnosnim rizikom, pri čemu bi, ako razine padnu ispod tih vrijednosti, trebalo povećati intenzitet kontrole funkcija upravljanja rizicima novčanih fondova i njihovih upravitelja te pojačati nadzornu kontrolu i angažman nacionalnih nadležnih tijela kako bi se postigla otpornost na razini tržišta.

5 PRILOG I. RAZINE ZAŠTITNIH SLOJEVA LIKVIDNOSTI

5.1 Statistički podaci o razinama zaštitnih slojeva likvidnosti

Na grafikonu I.1. prikazani su statistički podaci o razinama zaštitnih slojeva likvidnosti, koji pokazuju da novčani fondovi održavaju likvidnost iznad regulatornih minimuma i kako se te razine s vremenom mijenjaju.

Grafikon I.1.: Razine imovine za pokriće tjedne i imovine za pokriće dnevne likvidnosti

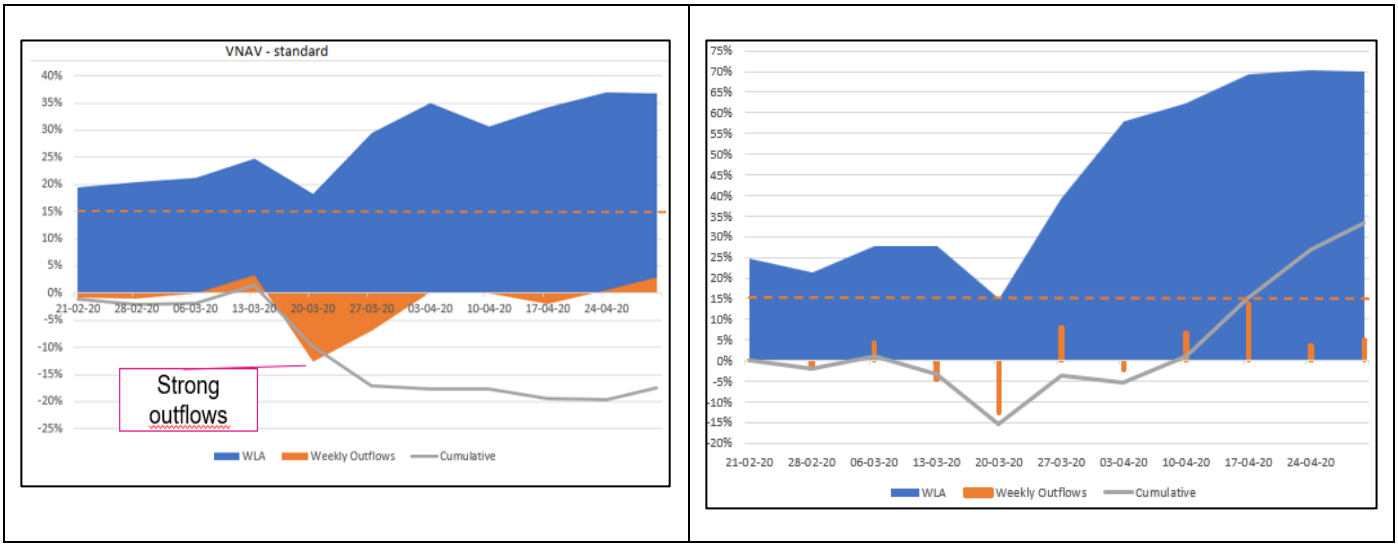


Izvor: Europska komisija na temelju podataka ESMA-e iz razdoblja od prvog tromjesečja 2020. do četvrtog tromjesečja 2025.
Napomena: kretanja prosječne imovine za pokriće tjedne likvidnosti te 25. i 75. percentila imovine za pokriće tjedne likvidnosti (kao postotka NAV-a) u novčanim fondovima s NAV-om niske volatilnosti.

5.2 Primjeri novčanih fondova koji se suočavaju s visokom stopom šokova povezanih s isplatama

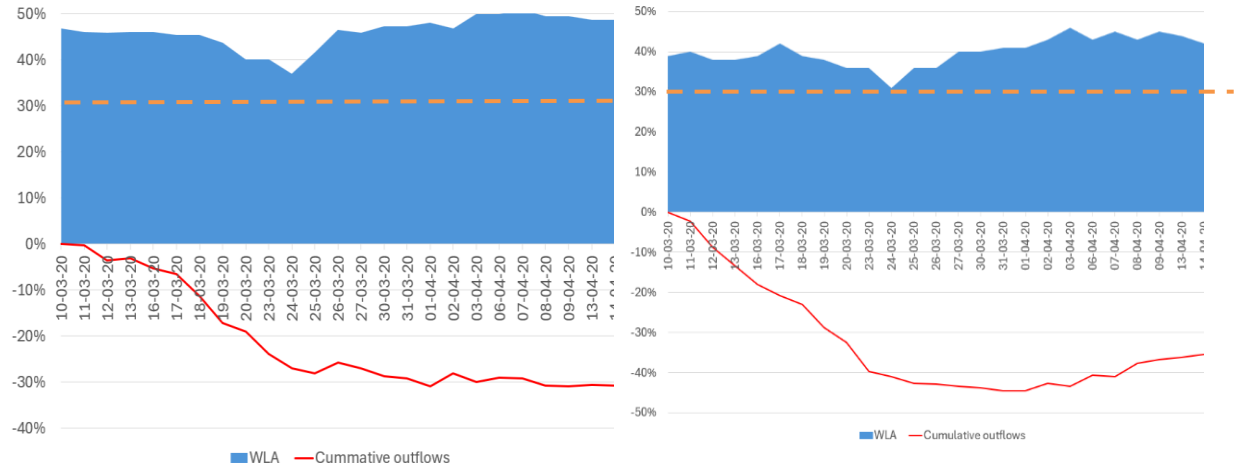
Analiza nadopune zaštitnih slojeva likvidnosti obuhvaćala je 10 % fondova koji su zabilježili najveće odljeve. Temeljila se na nadzornim podacima nacionalnih nadležnih tijela, drugim izvorima podataka, komunikaciji fondova o upravljanju likvidnošću u stresnim tržišnim uvjetima i promjenama u sastavu portfelja. Uočen je dosljedan obrazac: čak su i najpogođeniji novčani fondovi uspijevali obnoviti zaštitne slojeve likvidnosti u relativno kratkom vremenu nakon stresnog razdoblja.

Grafikon I.2.: Primjeri nadopune zaštitnih slojeva likvidnosti dvaju novčanih fondova s promjenjivim NAV-om suočenih s opsežnim zahtjevima za isplatu



Izvori: Crane Data i nacionalna nadležna tijela.
Napomena: primjer dvaju novčanih fondova s promjenjivim NAV-om koji bilježe velike odljeve, koji ilustrira utjecaj na imovinu za pokriće tjedne likvidnosti i obnovu zaštitnih slojeva likvidnosti koja potom slijedi. Minimalna razina od 15 % prikazana je kao isprekidana crta.

Grafikon I.3.: Nadopuna zaštitnih slojeva likvidnosti u slučaju opsežnih zahtjeva za isplatu



Izvori: Crane Data i nacionalna nadležna tijela.
Napomena: primjer dvaju novčanih fondova s NAV-om niske volatilnosti koji bilježe velike odljeve, koji ilustrira utjecaj na imovinu za pokriće tjedne likvidnosti i obnovu zaštitnih slojeva likvidnosti koja potom slijedi. Minimalna razina od 30 % prikazana je kao isprekidana crta.

6 PRILOG II. PONAŠANJE ISPLATA U STRESNIM TRŽIŠNIM UVJETIMA

6.1 Tržišni stres na početku pandemije bolesti COVID-19

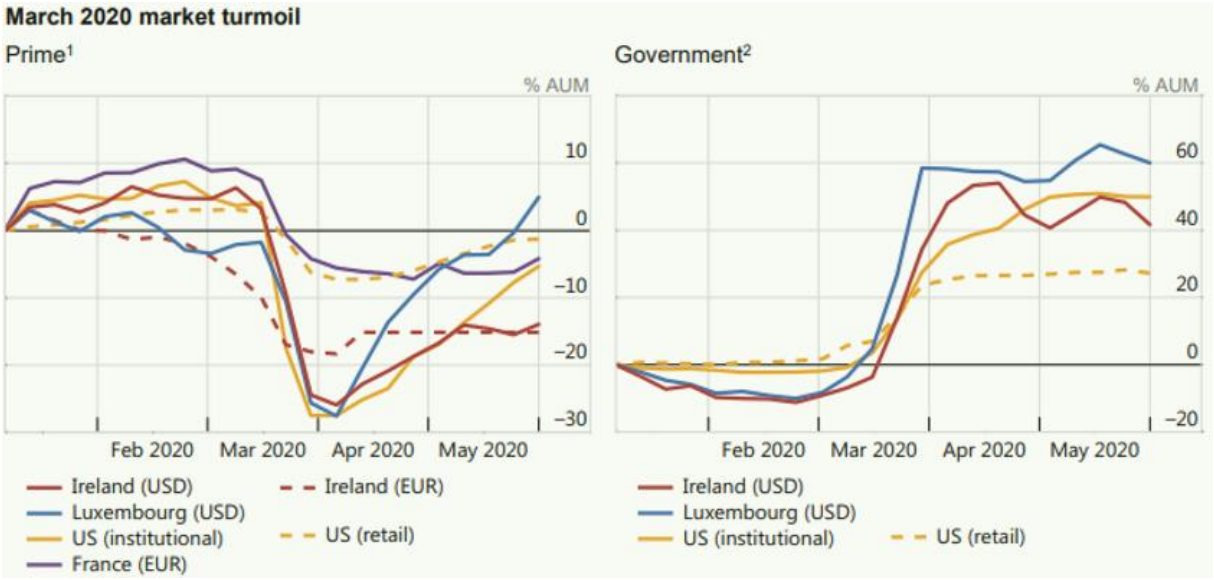
6.1.1 Ukupni učinak na tržište

Tržišni događaji do kojih je dovela pandemija bolesti COVID-19 započeli su u veljači 2020. u okolnostima rastuće zabrinutosti zbog globalnog širenja virusa i ponovnog vrednovanja rizika na financijskim tržištima. Međutim, učinak na novčane fondove počeo se bilježiti sredinom ožujka 2020. i trajao je do lipnja 2020., kad su na snazi bili stresni tržišni uvjeti.

U razdoblju od 15 dana, koje je počelo sredinom ožujka, ulagatelji u neke novčane fondove povećali su potražnju za likvidnošću, posebno iz novčanih fondova s NAV-om niske volatilnosti izraženih u američkim dolarima, koji su se suočili sa znatnim pritiscima zbog zahtjeva za isplatu (oko 18 % i 30 % tih tržišnih segmenata).

U prvim tjednima ožujka 2020. novčani fondovi s NAV-om niske volatilnosti izraženi u američkim dolarima zabilježili su najveće i najdugotrajnije odljeve među svim europskim kratkoročnim novčanim fondovima. To se dogodilo ne samo zbog isplata povezanih s potrebama za novcem nego i zato što su ulagatelji preusmjerili sredstva u novčane fondove javnog duga s nepromjenjivim NAV-om u EU-u.

Grafikon II.1.: Kumulativni tokovi novčanih fondova 2020.



Izvor: FSB, *Policy proposals to enhance MMF resilience* (Prijedlozi politike za jačanje otpornosti novčanih fondova), listopad 2021.

6.1.2 Neujednačeni učinci i reakcije među novčanim fondovima

Veličina zahtjeva za isplatu i ponašanje ulagatelja u uobičajenim i stresnim uvjetima uvelike se razlikuju među novčanim fondovima. Reakcije i ponašanje ovise o raznim čimbenicima, ponajprije o bazi ulagatelja i razlikama unutar nje, načinu na koji koriste ulaganja (vidjeti u nastavku), veličini ključnih ulagatelja i sastavu ulagatelja. Primjer je drugog odlučujućeg čimbenika vrsta novčanog fonda (novčani fond s promjenjivim NAV-om, novčani fond s NAV-om niske volatilnosti, novčani fond s nepromjenjivim NAV-om).

Iako je jasno da su klasifikacija fondova i valuta vrlo važne odrednice, čak su i iznimno slične kategorije za vrijeme i nakon krize uzrokovane pandemijom bolesti COVID-19 doživjele vrlo različite šokove. Te su razlike prikazane na grafikonu 3.

Grafikoni 2 i 3 pokazuju da su na početku pandemije bolesti COVID-19 novčani fondovi s NAV-om niske volatilnosti izraženi u američkim dolarima općenito doživjeli velik šok povezan s isplatama. Međutim, učinak je bio izrazito neujednačen među fondovima. Manje od 6 % novčanih fondova s NAV-om niske volatilnosti zabilježilo je kumulativne odljeve koji su premašili 30 % njihova NAV-a.

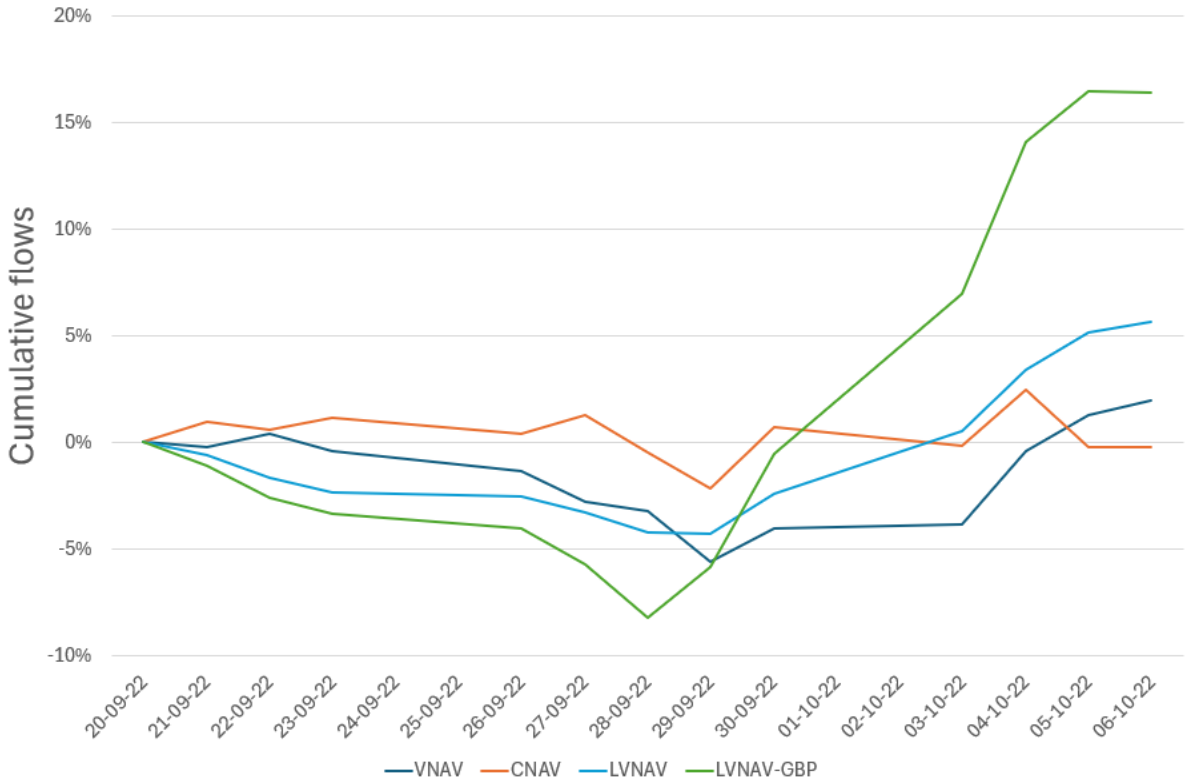
Jedan od razloga za tu heterogenost načini su na koje ulagatelji koriste ulaganja. Tri pojednostavnjena „ekstremna" primjera ilustriraju kako isti novčani fond može doživjeti vrlo različite obrasce isplate ovisno o bazi ulagatelja i njihovu ponašanju u raznim tržišnim situacijama.

1) **Korištenje novčanih fondova kao sredstva za upravljanje novčanim sredstvima / „platnog" sredstva (predvidljiv ciklus):** neki institucionalni ulagatelji koriste novčane fondove s promjenjivim NAV-om kao **transakcijske razrede novčanih sredstava**, npr. novac se ulaže kako se naplaćuju doprinosi/premije, a zatim se isplaćuje **predvidljivom dinamikom** (npr. oko ciklusa isplate mirovina). U toj su situaciji odljevi često **planirani i predvidljivi**, tako da se svako smanjenje likvidnosti prije može smatrati planiranom fluktuacijom nego bijegom ulagatelja. Slični su primjeri mirovinski sustavi s redovitim priljevima (doprinosima) i periodičnim odljevima (isplatama naknada), koji stvaraju predvidljive obrasce novčanih tokova.
2) **Korištenje novčanih fondova kao sredstva za likvidnost kolaterala/marže (potencijalni obrazac naglog pada):** ako se novčani fondovi koriste kao **pričuve likvidnosti kolaterala** (izravno ili neizravno) za izvedenice, repo transakcije ili pokrivanje potreba za maržom povezanih s ulaganjima na temelju obveza, pokretač isplata mogu biti **tržišna kretanja i s njima povezani pozivi na uplatu marže**. Kad je riječ o fondovima za ulaganja na temelju obveza s financijskom polugom, potrebe za kolateralom mogu brzo porasti kad se prinosi povećaju (što proizlazi iz gubitaka po tržišnoj vrijednosti), a to može dovesti do nagle potražnje za novčanim sredstvima među brojnim sudionicima na tržištu u isto vrijeme. U tim okolnostima ulagatelji mogu isplaćivati dionice/udjele u novčanim fondovima kako bi odgovorili na pozive na uplatu kolaterala ili mogu koristiti imovinu koju drže u novčanim fondovima u radnim procesima upravljanja kolateralom, čime se **u većoj mjeri stvara prociklička i korelirana potražnja za likvidnošću** nego u slučaju „čiste" primjene u svrhu upravljanja novčanim sredstvima.
3) **Korištenje novčanih fondova za objedinjavanje novčanih sredstava iz drugih fondova kojima upravlja isti upravitelj imovine novčanih fondova. U tom slučaju upravitelj ima uvid u tokove isplata**.

6.2 Tržišni događaj povezan s ulaganjem na temelju obveza

Krajem rujna 2022. zabilježen je nagli porast prinosa na državne obveznice Ujedinjene Kraljevine i veliki stres u strategijama ulaganja na temelju obveza koje primjenjuju mirovinski fondovi. To je uzrokovalo velike gubitke po tržišnoj vrijednosti među fondovima za ulaganja na temelju obveza, koji su pak doveli do poziva na uplatu varijacijskog iznosa nadoknade. Ti pozivi na uplatu marže prouzročili su iznenadnu i veliku potražnju za novčanim sredstvima, koja se proširila na novčane fondove izražene u funtama sterlinga iako novčani fondovi nisu bili izvor iznenadne ekstremne potražnje za likvidnošću. Neki novčani fondovi zabilježili su brze odljeve, prvenstveno među institucionalnim ulagateljima, te su reagirali povećanjem zaštitnih slojeva likvidnosti i skraćivanjem dospijeća portfelja.

Grafikon II.2.: Utjecaj krize ulaganja na temelju obveza na tokove novčanih fondova

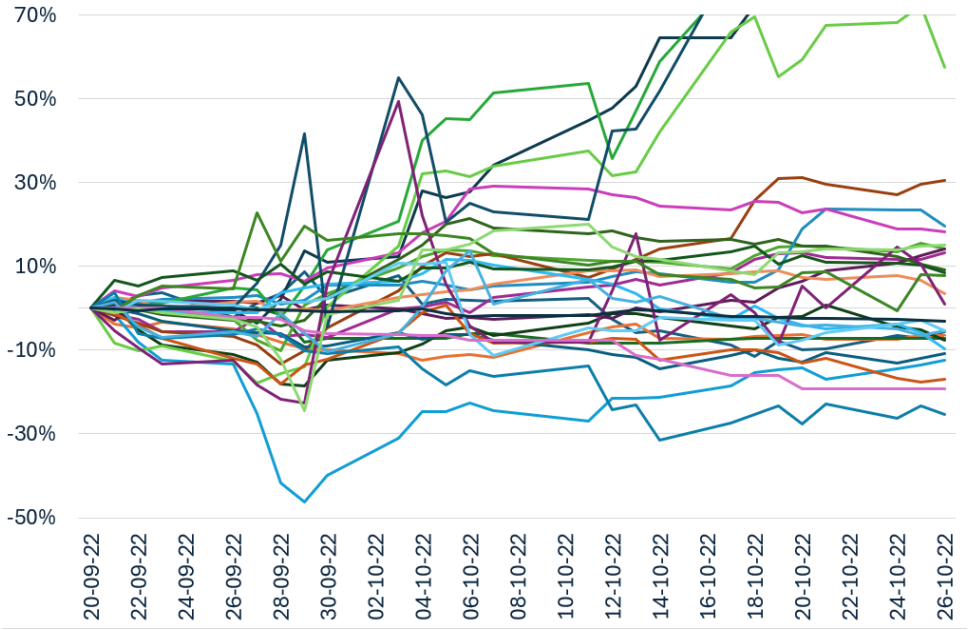


Izvori: Crane Data i nacionalna nadležna tijela, novčani fondovi s NAV-om većim od 100 milijuna EUR.
Napomena: neto kumulativni tokovi prema vrsti novčanih fondova, izraženi kao postotak NAV-a.

Reakcije novčanih fondova na iznenadnu potražnju ulagatelja za likvidnošću za vrijeme tržišnog događaja povezanog s ulaganjima na temelju obveza bile su još izraženije nego tijekom pandemije bolesti COVID-19. Neki su novčani fondovi zabilježili priljeve, a drugi su se katkad suočavali s jakim pritiscima zbog zahtjeva za isplatu. Tržišni događaj povezan s ulaganjima na temelju obveza imao je vrlo raznolik učinak na novčane fondove s NAV-om niske volatilnosti izražene u funtama sterlinga te je utjecao tek na nekoliko fondova, a ne na cijeli sektor.

Taj se raznoliki učinak ogleda u raspodjeli odljeva: iako je medijan fondova zabilježio tjedni odljev od –9 % (kumulativno –10 %), niži dio bio je izložen većem stresu, pri čemu je 10. percentil zabilježio tjedne odljeve od –21 %, a najpogođenijih 1 % fondova izgubilo je gotovo –37 % u tjedan dana (kumulativno –42 %). Ta izražena asimetrija upućuje na to da je stres bio koncentriran u fondovima koji su se uvelike koristili u okviru strategija ulaganja na temelju obveza kao zaštitni slojevi likvidnosti za odgovor na pozive na uplatu marže i kolaterala. S druge strane, novčani fondovi s NAV-om niske volatilnosti izraženi u funtama sterlinga koji su se koristili u šire svrhe upravljanja novčanim sredstvima, s raznolikijom bazom ulagatelja i manje izravnom povezanošću s konverzijom kolaterala ili aktivnošću na repo tržištu državnih obveznica u Ujedinjenoj Kraljevini u istom su razdoblju zabilježili priljeve.

Grafikon II.3.: Kretanja NAV-a, novčani fondovi s NAV-om niske volatilnosti izraženi u funtama sterlinga za vrijeme tržišnog događaja povezanog s ulaganjem na temelju obveza



Izvori: Crane Data i nacionalna nadležna tijela.
Napomena: svaka crta označava neto kumulativne tokove kao postotak NAV-a (na osi *y*) novčanog fonda s NAV-om niske volatilnosti izraženog u funtama sterlinga čiji NAV iznosi više od 1 milijarde EUR. Pozitivne vrijednosti označavaju neto upise, a negativne vrijednosti označavaju neto isplate. Ti primjeri pokazuju da, iako su u razdoblju događaja na tržištu povezanog s krizom ulaganja na temelju obveza novčani fondovi s NAV-om niske volatilnosti izraženi u funtama sterlinga zabilježili znatne isplate, u toj kategoriji novčanih fondova učinak nije bio ujednačen.

7 PRILOG III. RAZINE OTPORNOSTI TRŽIŠTA

7.1 Kalibracija šokova povezanih s isplatama

Pri procjeni šokova povezanih s isplatama ispitano je nekoliko modela uz pomoć više izvora podataka (Crane Data, nacionalna nadležna tijela, Morningstar) i metodoloških pristupa, a posebna je pozornost posvećena pitanjima kvalitete podataka i osiguravanju pouzdanosti.

U konačnici je odabran prvi percentil isplata (u % NAV-a) jer obuhvaća ozbiljne, ali vjerojatne stresne uvjete, a ujedno ograničava utjecaj mogućih pogrešaka u podacima ili netipičnih vrijednosti.

Taj je percentil kalibriran na temelju tržišnog događaja povezanog s pandemijom bolesti COVID-19, što znači da uzima u obzir vrlo nepovoljan scenarij. Treba napomenuti da takvi scenariji možda nisu realistični za mnoge novčane fondove s predvidljivom bazom ulagatelja. Ipak, taj se strogi pristup smatra primjerenim u kontekstu mogućih rizika od širenja negativnih učinaka, ponajprije onih reputacijske prirode.

Relevantnost širenja može se procijeniti i u kontekstu praksi poznavanja klijenta i činjenice da novčani fondovi imaju obvezu redovitog regulatornog objavljivanja informacija za svoje ulagatelje. Osim toga, brojnim ulagateljima potrebne su češće i podrobnije informacije, što može dodatno smanjiti rizik od širenja negativnih učinaka.

Tablica III.1.: Raspon distribucije prvog percentila scenarija isplata po izvorima podataka [min. 1. percentil, maks. 1. percentil]

	Dnevno	Tjedno	Mjesečno
Novčani fond s promjenjivim NAV-om	[–4 %; –8 %]	[–6 %; –19 %]	[–16 %; –45 %]
- **standardni novčani fond s promjenjivim NAV-om**	[–4 %; –8 %]	[–4 %; –21 %]	[–9 %; –45 %]
- **kratkoročni novčani fond s promjenjivim NAV-om**	[–3 %; –10 %]	[–6 %; –15 %]	[–17 %; –26 %]
Novčani fond s NAV-om niske volatilnosti	[–6 %; –11 %]	[–7 %; –28 %]	[–28 %; –45 %]
- **novčani fond s NAV-om niske volatilnosti izražen u američkim dolarima**	[–9 %; –12 %]	[–16 %; –26 %]	[–30 %; –44 %]
- **novčani fond s NAV-om niske volatilnosti izražen u funtama sterlinga**	[–8 %; –11 %]	[–16 %; –30 %]	[–26 %; –47 %]
Novčani fond s nepromjenjivim NAV-om	[–5 %; –14 %]	[–4 %; –22 %]	[–1 %; –34 %]
Globalni novčani fond	[–6 %; –11 %]	[–7 %; –26 %]	[–21 %; –45 %]

Izvori: Crane Data, Morningstar, podaci nacionalnih nadležnih tijela.

7.2 Kalibracija „pragova otpornosti tržišta”

Novčani fondovi u EU-u općenito su sposobni podnijeti šokove povezane s isplatama utvrđene u odjeljku 7.1., što odražava disperziju razina imovine za pokriće tjedne likvidnosti u cijelom sektoru. Međutim, i dalje je neophodno uspostaviti strogi nadzor i učinkovite sustave upravljanja rizicima kako bi se osiguralo da su razine likvidnosti prilagođene specifičnoj situaciji svakog fonda.

U tom se kontekstu u ovom odjeljku kalibriraju razine otpornosti imovine za pokriće tjedne likvidnosti koje bi, kad bi se ujednačeno primjenjivale kao minimalne referentne vrijednosti, novčanim fondovima omogućile da podnesu scenarije isplate kalibrirane u odjeljku 7.1.

Korištena je metodologija opisana u nastavku:

1. u analizi se procjenjuje obujam isplata koje novčani fondovi mogu apsorbirati prije nego što njihova imovina za pokriće dnevne likvidnosti padne ispod regulatorne minimalne razine. U tu se svrhu u obzir uzima više razina minimalne imovine za pokriće tjedne likvidnosti na temelju stvarnih podataka o sastavu portfelja i amortizaciji;

2. kako bi se kalibrirali pragovi otpornosti imovine za pokriće tjedne likvidnosti, rezultati se uspoređuju sa scenarijima isplate primijenjenima na novčane fondove utvrđene u odjeljku 7.1. (vidjeti tablicu III.1.). Analiza uzima u obzir amortizaciju portfelja. Primjenjuje se sljedeći konzervativni skup pretpostavki:

   - isplate se ostvaruju isključivo iz postojeće imovine za pokriće dnevne i imovine za pokriće tjedne likvidnosti, bez prodaje imovine osim one koja ispunjava uvjete za imovinu za pokriće dnevne i imovinu za pokriće tjedne likvidnosti,
   - Imovina za pokriće dnevne likvidnosti održava se iznad minimalnih regulatornih zahtjeva[11].

Tablica III.2.: Scenarij zadržan za potrebe kalibracije:

Vrsta novčanog fonda	Dnevno	Tjedno	Mjesečno
Standardni novčani fond s promjenjivim NAV-om	–8 %	–17 %	–34 %
Novčani fond sa stabilnim NAV-om	–15 %	–30 %	–47 %

Izvori: Crane Data, Morningstar, podaci nacionalnih nadležnih tijela.

Ta analiza pokazuje da su razine otpornosti imovine za pokriće tjedne likvidnosti u rasponu od 35 % do 40 % za novčane fondove sa stabilnim NAV-om i 20 % za novčane fondove s promjenjivim NAV-om dovoljne za podnošenje stresnih tržnih uvjeta. Naime, držanje imovine za pokriće tjedne likvidnosti na toj razini otpornosti ili iznad nje omogućilo bi novčanim fondovima u EU-u da podnesu (tj. održe vrijednosti imovine za pokriće dnevne likvidnosti iznad regulatornih minimuma) jake šokove povezane s isplatama kako su kalibrirani u odjeljku 7.1.

[11] Riječ je o konzervativnoj pretpostavci jer u praksi novčani fondovi mogu dopustiti da imovina za pokriće dnevne likvidnosti privremeno padne ispod regulatornog minimuma kako bi se ispunili zahtjevi za isplatu, a mogu i prodati imovinu ili iskoristiti priljeve novca.