EVROPSKA
KOMISIJA

Bruselj, 11.5.2026
COM(2026) 350 final

POROČILO KOMISIJE EVROPSKEMU PARLAMENTU IN SVETU

o ustreznosti Uredbe (EU) 2017/1131 Evropskega parlamenta in Sveta o skladih denarnega trga z vidika skrbnega in varnega poslovanja ter z gospodarskega vidika

POVZETEK

Z uredbo o skladih denarnega trga, ki je začela veljati leta 2018, je bil vzpostavljen celovit okvir za sklade denarnega trga v EU. V navedeni uredbi je potrjeno, da imajo ti skladi pomembno vlogo pri financiranju gospodarstva, zlasti pri kratkoročnem financiranju javnih organov in podjetij, ter pri zadovoljevanju potreb vlagateljev. Skladi denarnega trga v EU ponujajo likvidno in ustrezno regulirano naložbeno orodje, ki prispeva k doseganju ciljev unije prihrankov in naložb.

Uredba o skladih denarnega trga vsebuje zaščitne ukrepe za krepitev odpornosti skladov denarnega trga, kar je bistveno za zaupanje vlagateljev v te produkte. V poročilu Komisije o skladih denarnega trga iz leta 2023[1] je bilo ugotovljeno, da je okvir na splošno učinkovit pri zmanjševanju likvidnostnih tveganj, opredeljeni pa so bili tudi nekateri vidiki likvidnostnih tveganj, ki bi jih bilo treba nadalje oceniti. V tem poročilu so predstavljeni rezultati dodatnih analiz likvidnostnih tveganj in ugotovitve glede večje odpornosti skladov denarnega trga.

Skladi denarnega trga so raznoliki in so glede na vrsto (skladi denarnega trga s spremenljivo neto vrednostjo sredstev (NVS), skladi denarnega trga z manjšim nihanjem NVS ali skladi denarnega trga s konstantno NVS), valuto, vlagatelje in namen uporabe izpostavljeni različnim ravnem likvidnostnih šokov. Zaradi teh razlik ostajajo njihove likvidnostne rezerve nad zahtevanimi minimalnimi ravnmi, pri čemer se upoštevajo posebnosti posameznih skladov in rezultati testov izjemnih situacij. To previdnost upraviteljev skladov denarnega trga je mogoče pojasniti z možnostjo spremljanja, ki jo imajo vlagatelji (na podlagi pravil o preglednosti iz uredbe o skladih denarnega trga), regulativnim nadzorom in zaskrbljenostjo zaradi tveganj izgube ugleda.

Dokazano je bilo, da se lahko likvidnostne rezerve skladov denarnega trga obnavljajo tudi v času zaostrenih razmer na trgu, kar kaže na to, da se likvidnostna tveganja aktivno upravljajo in da je nadzor učinkovit. To pomeni, da so se različni mehanizmi, določeni v uredbi o skladih denarnega trga, pod nadzorom Evropskega organa za vrednostne papirje (ESMA) izvajali dosledno.

V tem poročilu je ocenjena raven tedenskih likvidnih sredstev, ki zagotavlja odpornost ter velja za uporabno referenčno raven za upravljanje in nadzor likvidnostnih tveganj. Na podlagi obsežne analize podatkov se v tem poročilu ugotavlja, da ustrezna referenčna raven tedenskih likvidnih sredstev (v nadaljnjem besedilu: raven, ki zagotavlja odpornost na trgu) znaša 20 % za sklade denarnega trga s spremenljivo NVS ter 40 % za sklade denarnega trga s konstantno NVS in sklade denarnega trga z manjšim nihanjem NVS.

Komisija zato meni, da bi lahko navedeni ravni, ki zagotavljata odpornost na trgu, služili kot referenčni vrednosti za upravitelje skladov denarnega trga, zlasti tiste, ki upravljajo tveganja, in pristojne nacionalne organe ter olajšali ugotavljanje okoliščin, ki bi jih bilo treba pozorneje spremljati in v katerih bi bilo treba izvajati okrepljen nadzor.

[1] Poročilo Komisije Evropskemu parlamentu in Svetu o ustreznosti Uredbe (EU) 2017/1131 Evropskega parlamenta in Sveta o skladih denarnega trga z vidika skrbnega in varnega poslovanja ter z gospodarskega vidika (COM(2023) 452): EUR-Lex – 52023DC0452 – SL – EUR-Lex.

Kazalo

POVZETEK **1**
OKRAJŠAVE **3**
1 UVOD **5**
2 OCENA UPRAVLJANJA LIKVIDNOSTI SKLADOV DENARNEGA TRGA **7**
2.1 Ravni likvidnostnih rezerv 7
2.2 Izpolnjevanje zahtev za odkup sredstev iz skladov denarnega trga 12
3 OCENA USTREZNIH RAVNI, KI ZAGOTAVLJAJO ODPORNOST SKLADOV DENARNEGA TRGA NA TRGU **14**
4 ZAKLJUČEK **15**
5 PRILOGA I: RAVNI LIKVIDNOSTNIH REZERV **16**
5.1 Statistični podatki o ravneh likvidnostnih rezerv 16
5.2 Primeri skladov denarnega trga, ki utrpijo velike šoke zaradi odkupov 16
6 PRILOGA II: ODKUPI V IZJEMNIH TRŽNIH RAZMERAH **18**
6.1 Zaostrene razmere na trgu ob začetku pandemije COVID-19 18
6.1.1 Splošni vpliv na trg 18
6.1.2 Neenakomerni učinki na sklade denarnega trga in odzivi teh skladov 18
6.2 Kriza na področju skladov, usmerjenih v izpolnjevanje obveznosti 19
7 PRILOGA III: RAVNI, KI ZAGOTAVLJAJO ODPORNOST NA TRGU **22**
7.1 Določitev šokov zaradi odkupov 22
7.2 Določitev „pragov, ki zagotavljajo odpornost na trgu“ 22

OKRAJŠAVE

AIFMD	Direktiva o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov
CNAV MMF	Sklad denarnega trga s konstantno neto vrednostjo sredstev za naložbe v instrumente javnega dolga, kakor je opredeljen v členu 2, točka 11, uredbe o skladih denarnega trga
DLA	Dnevna likvidna sredstva v skladu z zahtevami iz člena 24(1), točki (c) in (d), ter člena 25(1), točka (c), uredbe o skladih denarnega trga
ECB	Evropska centralna banka
ESMA	Evropski organ za vrednostne papirje in trge
ESRB	Evropski odbor za sistemska tveganja
EUR	Euro
FSB	Odbor za finančno stabilnost
GBP	Britanski funt
LMT	Orodje za upravljanje likvidnosti
LVNAV MMF	Sklad denarnega trga z manjšim nihanjem neto vrednosti sredstev, kakor je opredeljen v členu 2, točka 12, uredbe o skladih denarnega trga
LRM	Upravljanje likvidnostnega tveganja
MMF	Sklad denarnega trga. Skladi denarnega trga pomenijo sklade v EU, razen če je navedeno drugače (npr. skladi denarnega trga v ZDA).
Upravitelj sklada denarnega trga	Upravitelj sklada denarnega trga, kakor je opredeljen v členu 2, točka 23, uredbe o skladih denarnega trga
Uredba o skladih denarnega trga	Uredba (EU) 2017/1131 o skladih denarnega trga
NVS	Neto vrednost sredstev
NCA	Pristojni nacionalni organi skladov denarnega trga, kakor so opredeljeni v členu 2, točka 17, uredbe o skladih denarnega trga
SIU	Unija prihrankov in naložb, tj. pobuda Evropske komisije, katere cilj je ustvariti boljše finančne priložnosti za ljudi v EU, hkrati pa okrepiti sposobnost finančnega sistema za povezovanje prihrankov s produktivnimi naložbami
USD	Ameriški dolar
KNPVP	Kolektivni naložbeni podjemi za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje
VNAV MMF	Sklad denarnega trga s spremenljivo neto vrednostjo sredstev, kakor je opredeljen v členu 2, točka 13, uredbe o skladih denarnega trga
WAL	Tehtano povprečno trajanje, kakor je opredeljeno v členu 2, točka 20, uredbe o skladih denarnega trga
WAM	Tehtana povprečna zapadlost, kakor je opredeljena v členu 2, točka 19, uredbe o skladih denarnega trga
WLA	Tedenska likvidna sredstva v skladu z zahtevami iz člena 24(1), točki (e) in (f), ter člena 25(1), točka (d), uredbe o skladih denarnega trga
Poročilo o skladih denarnega trga iz leta 2023	Poročilo Komisije Evropskemu parlamentu in Svetu o ustreznosti Uredbe (EU) 2017/1131 Evropskega parlamenta in

Sveta o skladih denarnega trga z vidika skrbnega in varnega poslovanja ter z gospodarskega vidika (COM(2023) 452)

1 UVOD

Skladi denarnega trga imajo v finančnem sistemu pomembno vlogo, saj so orodja za upravljanje denarnih sredstev podjetij in so primerni za vlagatelje, ki iščejo priložnosti za naložbe z manjšim nihanjem in donosi, ki presegajo donose bančnih depozitov. Dejstvo, da so se sredstva v skladih denarnega trga v EU v zadnjih petih letih povečala (za 45 % med letoma 2019 in 2024), kaže na to, da je okvir uspešen. Konec leta 2024 so skupna sredstva v 455 skladih denarnega trga v EU znašala približno 1,95 bilijona EUR. Skladi denarnega trga v EU so ustanovljeni predvsem na Irskem, v Luksemburgu in Franciji. So torej regulirano naložbeno orodje, ki prispeva k razpršitvi naložbenih možnosti in upravljanju tveganj v skladu s cilji unije prihrankov in naložb. Ponujajo tudi dodatne možnosti financiranja za podjetja v EU ter tem podjetjem tako omogočajo rast, izvajanje inovacijskih dejavnosti in ustvarjanje delovnih mest.

Skladi denarnega trga v EU na kratko

— Denominirani so v EUR (~ 45 %), USD (~ 32 %) in GBP (~ 23 %).
— Ustanovljeni so na Irskem (44 %), v Luksemburgu (30 %) in Franciji (24 %).
— So v lasti profesionalnih vlagateljev (90 %), vključno z vlagatelji zunaj EU pri skladih denarnega trga s sedežem na Irskem (77 %) in tistih s sedežem v Luksemburgu (63 %).
— Skladi denarnega trga z manjšim nihanjem NVS zajemajo približno 46 % NVS, skladi denarnega trga s spremenljivo NVS približno 43 %, skladi denarnega trga s konstantno NVS pa približno 11 % NVS.

Vir: ESMA, podatki o trgu skladov denarnega trga v EU v letu 2023 in podatki za četrto četrtletje 2024.

Leta 2018 je začela veljati uredba o skladih denarnega trga, s katero je bil vzpostavljen celovit regulativni in nadzorni okvir za sklade denarnega trga v EU, ki „zagotavljajo kratkoročno financiranje finančnih institucij, gospodarskih družb in vlad […] [ter] prispevajo k financiranju gospodarstva Unije“ (uvodna izjava 1 uredbe o skladih denarnega trga).

Direktiva o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov in direktiva o KNPVP sta bili revidirani, da bi se okvir za upravljanje likvidnostnih tveganj okrepil in bolj harmoniziral, zlasti z zahtevo, da upravitelji izberejo in uporabljajo vsaj eno orodje za upravljanje likvidnosti s predpisanega seznama. Ta okvir, ki se uporablja od 16. aprila 2026, krepi usklajenost skladov in splošno finančno stabilnost.

Uredba o skladih denarnega trga zagotavlja harmoniziran okvir za krepitev odpornosti sektorja in zmanjševanje sistemskega tveganja, njene določbe pa med drugim urejajo upravičena sredstva, sestavo portfelja, vrednotenje, upravljanje tveganj, prepoved finančnega vzvoda, preglednost in poročanje. Osrednji steber uredbe o skladih denarnega trga so zahteve glede sestave portfelja. Vključujejo določbe, namenjene zagotavljanju likvidnosti skladov denarnega trga, kot so določbe o likvidnostnih rezervah ter vlogi in nalogah upravitelja sklada denarnega trga (npr. v zvezi z omejitvami glede zapadlosti in kreditno kakovostjo[2], kakor je navedeno v nadaljevanju). Različne vrste skladov denarnega trga v EU ter njihove ključne značilnosti in regulativne zahteve so prikazane v preglednici 1. V njej so navedeni minimalni predpisani pragovi dnevnih in tedenskih likvidnih sredstev v skladih denarnega trga. Namen minimalnih pragov iz uredbe o skladih denarnega trga in drugih zaščitnih ukrepov je zagotoviti, da sredstva skladov denarnega trga skozi čas omogočajo izpolnjevanje zahtev za odkup, ki jih vložijo vlagatelji.

[2] Upravitelji skladov denarnega trga so odgovorni za zagotavljanje skladnosti z uredbo o skladih denarnega trga. Imajo posebne naloge, kot so ocenjevanje kreditne kakovosti sredstev skladov denarnega trga, izvajanje testov izjemnih situacij, vrednotenje sredstev in razkrivanje informacij vlagateljem.

Preglednica 1: Ključne zahteve in značilnosti skladov denarnega trga v EU

	Kratkoročni sklad denarnega trga			Standardni sklad denarnega trga
	Stabilna NVS		Spremenljiva NVS	
Zahteve	**Sklad denarnega trga s konstantno NVS**	**Sklad denarnega trga z manjšim nihanjem NVS**	**Kratkoročni sklad denarnega trga s spremenljivo NVS**	**Standardni sklad denarnega trga s spremenljivo NVS**
Tehtana povprečna zapadlost	največ 60 dni			največ 6 mesecev
Tehtano povprečno trajanje	največ 120 dni			največ 12 mesecev
Zapadlost sredstev	največ 397 dni			največ 2 leti s 397 dnemi do uskladitve
Dnevna likvidna sredstva	najmanj 10 %		najmanj 7,5 %	
Tedenska likvidna sredstva	najmanj 30 % (vključno z največ 17,5 % javnega dolga, ki zapade v 190 dneh)		najmanj 15 %	
Drugo	prepoved finančnega vzvoda ter zahteve glede razpršenosti, kreditne kakovosti, preglednosti in poročanja			

Komisija je leta 2023 objavila poročilo[3] (poročilo o skladih denarnega trga za leto 2023), v katerem je prikazano, da „je uredba o skladih denarnega trga uspešno prestala test likvidnosti v zaostrenih razmerah, s katerim so se skladi denarnega trga soočili med pretresi na trgu marca 2020, povezanimi s pandemijo COVID-19, nedavnim povečanjem obrestnih mer in povezanim ponovnim oblikovanjem cen finančnih sredstev“[4]. V poročilu je bilo ugotovljeno, da okvir sicer na splošno zagotavlja odpornost sektorja, vendar so bili poudarjeni nekateri vidiki upravljanja likvidnostnih tveganj, ki bi jih bilo treba nadalje oceniti, da bi se zagotovila odpornost skladov denarnega trga.

V tem poročilu, ki je nadaljevanje poročila o skladih denarnega trga za leto 2023, je bilo na podlagi obsežnega analitičnega dela ocenjeno delovanje skladov denarnega trga, na podlagi več virov podatkov[5] in posvetovanj[6] pa je bilo preučeno, kako se upravljajo likvidnostna tveganja. V njem je bilo ocenjeno, kako se skladi denarnega trga odzivajo na likvidnostne šoke in kako upravitelji blažijo likvidnostno tveganje, zlasti z likvidnostnimi rezervami.

[3] Commission adopts report on the functioning of the Money Market Funds Regulation (MMF) (Komisija je sprejela poročilo o uredbi o skladih denarnega trga) – Finance.
[4] Poročilo o skladih denarnega trga za leto 2023, str. 24.
[5] Viri podatkov so naslednji: družbi Crane Data in Morningstar, ESMA in pristojni nacionalni organi.
[6] Ciljno usmerjeno posvetovanje Komisije o delovanju uredbe o skladih denarnega trga 12. aprila 2022 ter ciljno usmerjeno posvetovanje Komisije o oceni ustreznosti makrobonitetnih politik za nebančno finančno posredništvo 22. maja 2024.

V tem poročilu so predstavljene ključne ugotovitve glede ocene upravljanja likvidnosti skladov denarnega trga (oddelek 2) in analiza ustreznih ravni, ki zagotavljajo odpornost na trgu (oddelek 3). Priloge vsebujejo podrobnejšo tehnično analizo teh tem.

2 OCENA UPRAVLJANJA LIKVIDNOSTI SKLADOV DENARNEGA TRGA

2.1 Ravni likvidnostnih rezerv

Komisija je opravila analizo likvidnostnih rezerv na ravni celotnega sektorja (makroanaliza) in na ravni posameznih skladov denarnega trga (mikroanaliza), da bi ugotovila, kako se ravni teh rezerv določajo in ali so gibanja na trgu predvidljiva.

Ključna ugotovitev 1: ravni likvidnostnih rezerv večine skladov denarnega trga v EU so precej nad minimalnimi ravnmi iz uredbe o skladih denarnega trga.

Ravni likvidnostnih rezerv skladov denarnega trga so zelo različne in povezane s posebnostmi skladov, zlasti z verjetnostjo, da bodo vložene zahteve za odkup sredstev v različnem obsegu, odvisno od baze vlagateljev. V obdobju od prvega četrtletja 2020 do četrtega četrtletja 2025 so dnevna in tedenska likvidna sredstva v povprečju predstavljala vsaj 19 % oziroma 29 % sredstev skladov denarnega trga s spremenljivo NVS, medtem ko predpisana minimalna vrednost znaša 7,5 % oziroma 15 %, dnevna in tedenska likvidna sredstva skladov denarnega trga s konstantno NVS in skladov denarnega trga z manjšim nihanjem NVS pa so bila še višja, saj so v povprečju predstavljala 36 % oziroma 54 % sredstev, medtem ko predpisana minimalna vrednost znaša 10 % oziroma 30 %.

V preglednici 2 je prikazana porazdelitev dnevnih in tedenskih likvidnih sredstev glede na vrsto sklada denarnega trga v šestletnem obdobju. Pri skladih denarnega trga z manjšim nihanjem NVS je delež tedenskih likvidnih sredstev na primer v povprečju znašal 50 %, pri čemer je bil ta delež v 25. percentilu pod 43 %, v 75. percentilu pa je znašal 54 %. Ti podatki kažejo, da je delež tedenskih likvidnih sredstev velike večine skladov denarnega trga z manjšim nihanjem NVS (75 %) v povprečju presegal 43 %. Podobno je mogoče ugotoviti tudi za druge kategorije skladov denarnega trga in njihove količine dnevnih likvidnih sredstev.

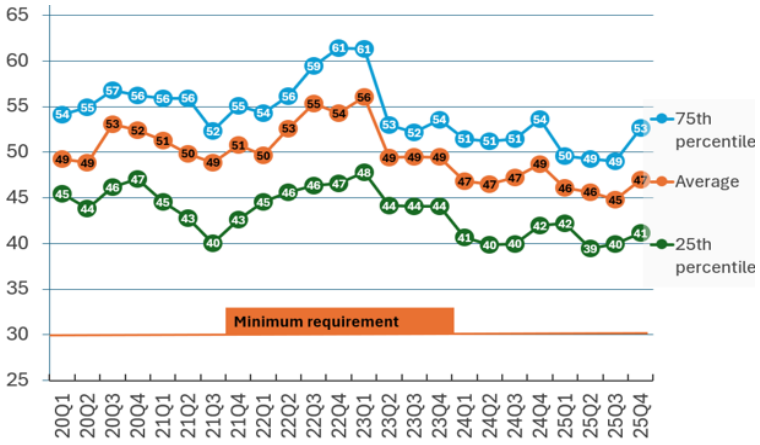
Preglednica 2: Porazdelitev dnevnih in tedenskih likvidnih sredstev glede na vrsto sklada denarnega trga v šestletnem obdobju (v % NVS sklada denarnega trga)

		Vrsta sklada denarnega trga			
		Sklad denarnega trga s konstantno NVS	**Sklad denarnega trga z manjšim nihanjem NVS**	**Kratkoročni sklad denarnega trga s spremenljivo NVS**	**Standardni sklad denarnega trga s spremenljivo NVS**
Dnevna likvidna sredstva	**25. percentil**	24 %	25 %	11 %	8 %
	Povprečje	40 %	33 %	22 %	15 %
	75. percentil	53 %	38 %	28 %	18 %
Tedenska likvidna sredstva	**25. percentil**	41 %	43 %	22 %	16 %
	Povprečje	59 %	50 %	35 %	24 %
	75. percentil	76 %	54 %	43 %	28 %

Viri: Evropska komisija na podlagi podatkov ESMA za obdobje od prvega četrtletja 2020 do četrtega četrtletja 2025.

Dejstvo, da ostajajo ravni likvidnostnih rezerv večine skladov denarnega trga EU precej nad minimalnimi ravnmi iz uredbe o skladih denarnega trga, je mogoče pojasniti z na splošno preudarnim pristopom, ki se uporablja pri upravljanju skladov denarnega trga v EU in ki ga spodbujajo strog nadzor, možnost spremljanja, ki jo imajo vlagatelji (na podlagi zahtev glede preglednosti iz uredbe o skladih denarnega trga), ter večja občutljivost za tveganja izgube ugleda. Ta gibanja skozi čas ostajajo razmeroma stabilna, z nekaj odstopanji (glej graf 1 o skladih denarnega trga z manjšim nihanjem NVS in Prilogo I). Graf 1 prikazuje, da je najnižja ugotovljena raven povprečnih likvidnostnih rezerv med letoma 2020 in 2025 znašala 45 %, raven v 25. percentilu pa ni nikoli padla pod povprečje 40 % (drugo četrtletje 2025).

Graf 1: Gibanje porazdelitve tedenskih likvidnih sredstev v skladih denarnega trga z manjšim nihanjem NVS



Vir: Evropska komisija na podlagi podatkov ESMA za obdobje od prvega četrtletja 2020 do četrtega četrtletja 2025.
Opomba: gibanje povprečne ravni tedenskih likvidnih sredstev ter njihove ravni v 25. in 75. percentilu (izražene kot odstotni deleži NVS) v skladih denarnega trga z manjšim nihanjem NVS.

Podobne vzorce je mogoče opaziti tudi pri drugih količinskih zahtevah iz uredbe o skladih denarnega trga, kar kaže na preudaren pristop v celotnem sektorju skladov denarnega trga. Ravni tehtanega povprečnega trajanja so ostale precej pod veljavnimi predpisanimi najvišjimi vrednostmi. Pri skladih denarnega trga s konstantno NVS, skladih denarnega trga z manjšim nihanjem NVS in kratkoročnih skladih denarnega trga s spremenljivo NVS sta se aritmetična sredina in mediana tehtanega povprečnega trajanja na splošno gibali med 40 in 65 dnevi, medtem ko predpisano najdaljše obdobje znaša 120 dni. To kaže, da so obdobja zapadlosti sredstev v povprečju dva- do trikrat krajša od predpisanih najdaljših obdobij, **kar omogoča hitrejša izplačila in prispeva k obnavljanju likvidnostnih rezerv**. Tehtano povprečno trajanje je bilo daljše pri standardnih skladih denarnega trga s spremenljivo NVS, pri čemer sta se aritmetična sredina in mediana gibali med 110 in 125 dnevi, kar je precej pod predpisanim najdaljšim obdobjem 360 dni[7].

Ključna ugotovitev 2: ravni likvidnostnih rezerv skladov denarnega trga so različne, saj se skladi zaradi izpostavljenosti različnim stopnjam tveganja likvidnostnih šokov med seboj razlikujejo.

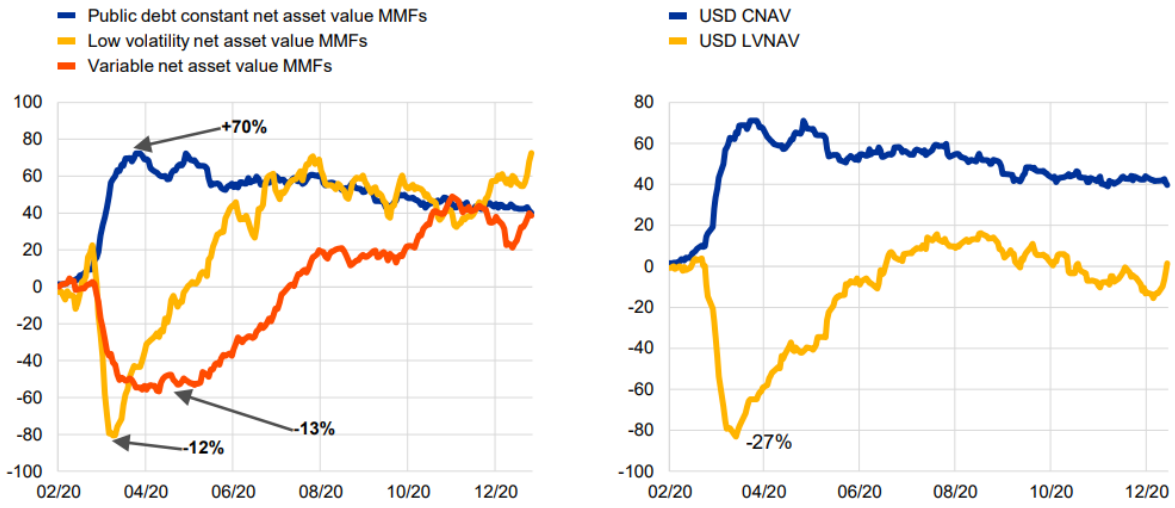
Skladi denarnega trga praviloma delujejo z ravnmi rezerv, ki presegajo predpisane minimalne deleže, vendar so te ravni različne. Skladi denarnega trga imajo namreč različne značilnosti, vključno s kategorijo (skladi denarnega trga s spremenljivo NVS, skladi denarnega trga z manjšim nihanjem NVS ali skladi denarnega trga s konstantno NVS), valuto, v kateri so denominirani, sestavo baze vlagateljev in način uporabe (glej Prilogo II). Posledično so izpostavljeni različnim stopnjam tveganja likvidnostnih šokov. Tudi skladi denarnega trga, ki so podobne vrste in denominirani v isti valuti, niso izpostavljeni enaki stopnji tveganja likvidnostnih šokov.

V zvezi s tem so skladi denarnega trga v tržnih razmerah, nastalih zaradi pandemije COVID-19, v povprečju doživljali šoke zaradi odkupov (glej graf 2), **ki jih je bilo mogoče obvladovati z likvidnostnimi rezervami skladov**. Graf 2 prikazuje, da je bilo iz skladov denarnega trga s spremenljivo NVS v obdobju enega meseca izplačanih 13 % sredstev, medtem ko minimalna tedenska likvidnostna rezerva znaša 15 %. Odlivi iz skladov denarnega trga z manjšim nihanjem NVS so zajemali približno 12 % sredstev, pri skladih, denominiranih v USD, pa je ta delež znašal 27 %, medtem ko

[7] Poročilo ESMA o skladih denarnega trga (2023) in podatki družbe Crane Data.

tedenska likvidnostna rezerva znaša 30 %. Nasprotno so bili pri skladih denarnega trga s konstantno NVS v začetni fazi pandemije COVID-19 ugotovljeni znatni prilivi.

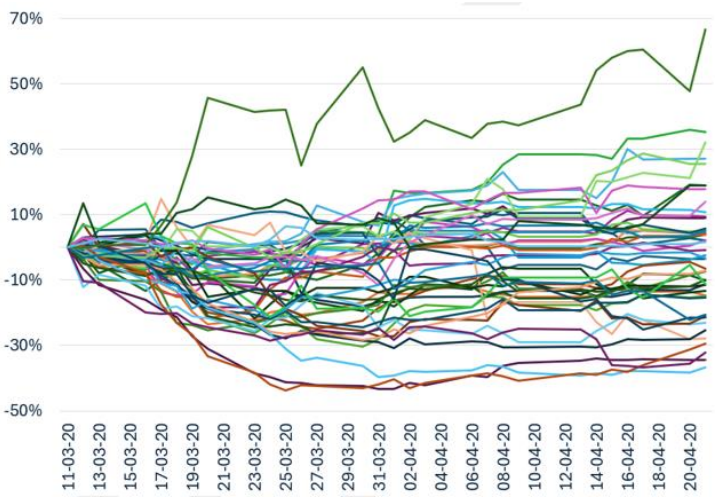
Graf 2: Skupni neto tokovi v skladih denarnega trga na začetku tržnih razmer, nastalih zaradi pandemije COVID-19



Viri: Poročilo ESRB, julij 2021, *Issues note on systemic vulnerabilities of and preliminary policy considerations to reform money market funds* (Dokument o ključnih vprašanjih glede sistemskih ranljivosti skladov denarnega trga in predhodnih ugotovitvah politike v zvezi z njihovo reformo).
Opomba: skupni neto dnevni tokovi, razčlenjeni po vrstah skladov denarnega trga in izraženi v milijardah EUR (os y). Pozitivne vrednosti pomenijo neto vplačila, negativne vrednosti pa neto odkupe. Odstotki prikazujejo tokove skladov glede na neto vrednost sredstev v skladih posameznih vrst.

Skladi denarnega trga z manjšim nihanjem NVS, denominirani v USD, so v tržnih razmerah, nastalih zaradi pandemije COVID-19, dejansko utrpeli znaten šok zaradi odkupov. Vendar je bil vpliv v tej skupini skladov denarnega trga izjemno neenakomeren: pri 6 % skladov so skupni neto odlivi presegli 30 %, pri 10 % skladov pa odkupov sploh ni bilo. Med tema skrajnostma so bile, kot prikazuje graf 3, opažene različne vmesne ravni prilivov in odlivov. Črte predstavljajo skupne neto tokove posameznih skladov denarnega trga z manjšim nihanjem NVS, denominiranih v USD, v približno pettedenskem obdobju tržnih razmer, nastalih zaradi pandemije COVID-19.

Graf 3: Skupni tokovi posameznih skladov denarnega trga z manjšim nihanjem NVS, denominiranih v USD, v tržnih razmerah, nastalih zaradi pandemije COVID-19



Viri: družba Crane Data in pristojni nacionalni organi.
Opomba: vsaka črta predstavlja skupne neto tokove (izražene kot odstotni deleži NVS – os y) sklada denarnega trga z manjšim nihanjem NVS, denominiranega v USD, z NVS, ki presega 1 milijardo EUR. Pozitivne vrednosti pomenijo neto vplačila, negativne vrednosti pa neto odkupe. Ti primeri kažejo, da so skladi denarnega trga z manjšim nihanjem NVS, denominirani v USD, v tržnih razmerah, nastalih zaradi pandemije COVID-19, sicer imeli znatne odkupe, vendar je bil vpliv na tovrstne sklade denarnega trga neenakomeren.

2.2 Izpolnjevanje zahtev za odkup sredstev iz skladov denarnega trga

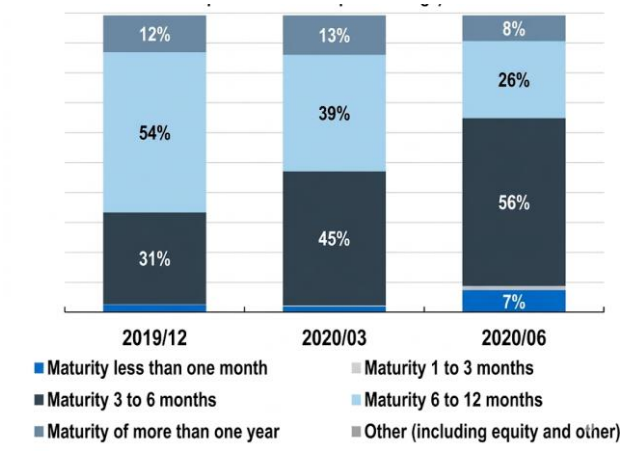
Izjemne tržne razmere, kakršne so nastale zaradi pandemije COVID-19 in med krizo na področju skladov, usmerjenih v izpolnjevanje obveznosti, omogočajo dragocen vpogled v dinamiko upravljanja likvidnosti v takih razmerah. Komisija je analizirala, ali se lahko likvidnostne rezerve skladov denarnega trga obnovijo, tudi v izjemnih tržnih razmerah. Ta analiza je temeljila na obsežnih naborih podatkov in je bila osredotočena na dve ravni: (1) celotni trg in (2) podrobnejši pregled skladov denarnega trga, ki so utrpeli najhujše likvidnostne šoke.

Ključna ugotovitev 3: likvidnostne rezerve skladov denarnega trga se lahko ob močnem pritisku zaradi odkupov obnovijo, tudi v izjemnih tržnih razmerah.

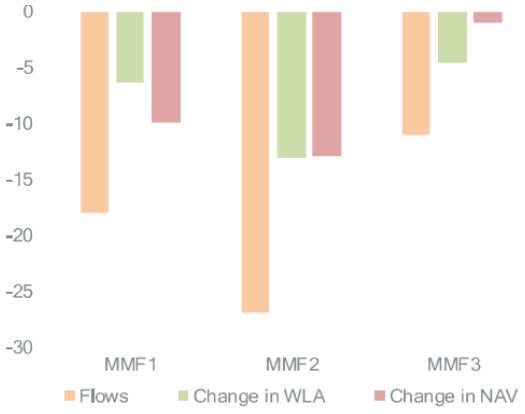
V običajnih tržnih razmerah se likvidnostne rezerve skladov denarnega trga praviloma vzdržujejo in obnavljajo s t. i. mehanskimi operacijami. Te operacije zajemajo ponavljajoče se cikle zapadanja visokokakovostnih kratkoročnih sredstev (komercialnih zapisov/potrdil o vlogi/zakladnih menic[8]) in ponovnega vlaganja denarnih sredstev v nova kratkoročno zapadla sredstva, pa tudi transakcije na sekundarnem trgu in enodnevne posle zavarovanega financiranja (npr. povratne repo posle), katerih obseg je mogoče povečati ali zmanjšati na dnevni ravni. Ta proces je urejen in se nadzoruje na podlagi strogih zahtev glede zapadlosti iz uredbe o skladih denarnega trga, zlasti na podlagi zahteve glede tehtanega povprečnega trajanja, ki omejuje povprečno zapadlost sredstev skladov denarnega trga na splošno in zapadlost vsakega posameznega sredstva (glej preglednico 1).

V izjemnih tržnih razmerah se likvidnostne rezerve skladov denarnega trga več ne obnavljajo z mehanskimi, temveč s t. i. obrambnimi operacijami. Ko se obseg zahtev za odkup poveča, likvidnost na sekundarnem trgu pa poslabša, upravitelji skladov denarnega trga aktivno pospešijo ustvarjanje denarnih sredstev z odprodajo naložb in zmanjšajo izpostavljenost tržnim cenam (glej graf 4). Da bi to dosegli, prilagodijo sestavo portfelja in skrajšajo tehtano povprečno zapadlost (s čimer se zmanjša občutljivost za tržno ceno) in tehtano povprečno trajanje (povprečno zapadlost)[9], pri čemer sredstva vložijo v najbolj likvidne obveznice z najkrajšim trajanjem. To omogoča hitrejše obnavljanje likvidnostnih rezerv skladov denarnega trga. Graf 3 prikazuje gibanje portfeljev obveznic skladov denarnega trga pred pandemijo COVID-19 in ob njenem začetku. Graf kaže, da se je v celotnem sektorju delež obveznic s krajšo zapadlostjo (3–6 mesecev) v portfelju med decembrom 2019 in junijem 2020 skoraj podvojil.

Graf 4: Spreminjanje sestave dolžniških instrumentov v skladih denarnega trga



Graf 5: Razmerje med tedenskimi likvidnimi sredstvi in odstopanji od NVS



[8] Sredstva skladov denarnega trga se vlagajo v kratkoročne instrumente, kot so komercialni zapisi, potrdila o vlogi in zakladne menice, da bi se vlagateljem zagotovili likvidni donosi z nizkim tveganjem.

[9] Tržno tveganje je sorazmerno s trajanjem obveznic. S skrajšanjem zapadlosti obveznic v portfeljih skladov denarnega trga se omogoči, da so ti portfelji pri pretvarjanju obveznic v denarna sredstva v krajšem času manj izpostavljeni tržnemu tveganju.

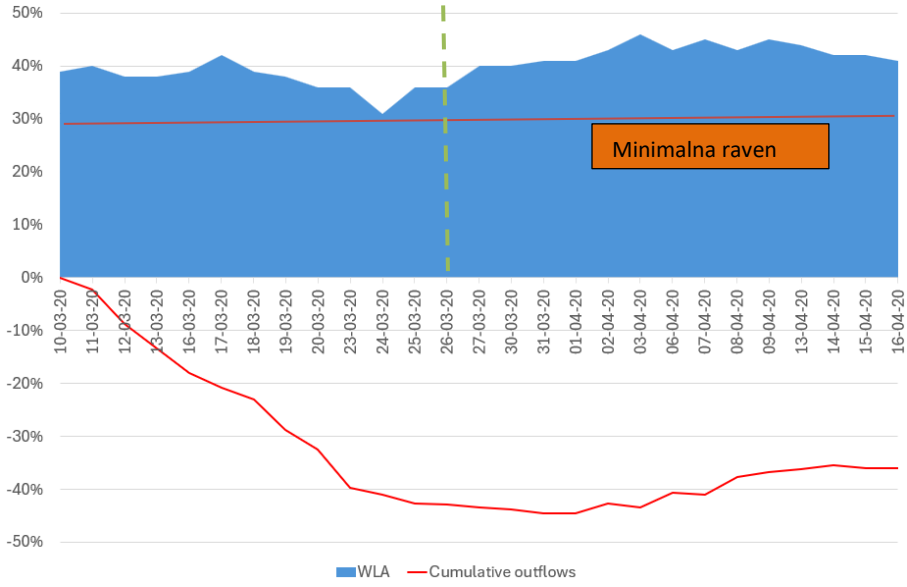
Vir: Evropska stanovska organizacija nacionalnih združenj podjetij, *European MMFs in the Covid-19 market turmoil* (Evropski skladi denarnega trga v obdobju pretresov na trgu zaradi pandemije COVID-19), november 2020.
Opomba: razčlenitev zapadlosti dolžniških instrumentov v portfelju sklada denarnega trga v odstotnih deležih skupnih sredstev sklada denarnega trga.

Vir: poročilo ESMA, *Vulnerabilities in money market funds* (Ranljivosti skladov denarnega trga), 2021
Opomba: 7-dnevni neto tokovi, tedenska likvidna sredstva, izražena kot odstotni deleži NVS, in odstopanja od NVS (v bazičnih točkah) na dan 25. marca 2020.

Na ravni posameznih skladov denarnega trga je analiza skladov, pri katerih so bile vložene obsežne zahteve za odkup, pokazala podoben vzorec: upravitelji teh skladov so prednost namenili ohranjanju likvidnosti, po izčrpanju likvidnostnih rezerv pa je bilo mogoče te rezerve hitro obnoviti (za ponazoritev glej graf 6 in Prilogo I). Na splošno so bili šoki zaradi odkupov, ki so jih prestali posamezni skladi denarnega trga, manjši od vzdrževanih likvidnostnih rezerv, kar je skladom omogočilo hitro izpolnjevanje zahtev za odkup. Graf 6 prikazuje primer sklada denarnega trga z manjšim nihanjem NVS, pri katerem so bile zahteve za odkup vložene v izjemnem obsegu in ki je v referenčnem obdobju tedenske likvidnostne rezerve ohranil nad predpisanimi minimalnimi vrednostmi. Kljub 45-odstotnemu odlivu v zadevnem obdobju delež tedenskih likvidnih sredstev ni padel pod 30 %[10].

Opozoriti je treba, da so se rezerve tedenskih likvidnih sredstev skladov denarnega trga z manjšim nihanjem NVS ohranjale bodisi z amortizacijo portfelja bodisi s prodajo sredstev, pri čemer je bil razpon med nakupno in prodajno ceno večji. To je v nekaterih primerih privedlo do odstopanj od NVS, zlasti pri prodaji manj likvidnih sredstev, kot so komercialni zapisi in potrdila o vlogi. Ta odstopanja od NVS so prikazana v grafu 5. Za ohranjanje rezerv tedenskih likvidnih sredstev je bilo torej treba v nekaterih primerih prodati manj likvidna sredstva, kar je prispevalo k odstopanjem od NVS.

Graf 6: Primer najslabšega možnega scenarija za sklad denarnega trga z manjšim nihanjem NVS, ki ga je prizadel močan likvidnostni šok



Viri: družba Crane Data in pristojni nacionalni organi.
Opomba: primer sklada denarnega trga z manjšim nihanjem NVS, pri katerem so bili odlivi precejšnji, ki ponazarja vpliv na tedenska likvidna sredstva in poznejšo ponovno vzpostavitev likvidnosti. Glej tudi druge primere v Prilogi I.

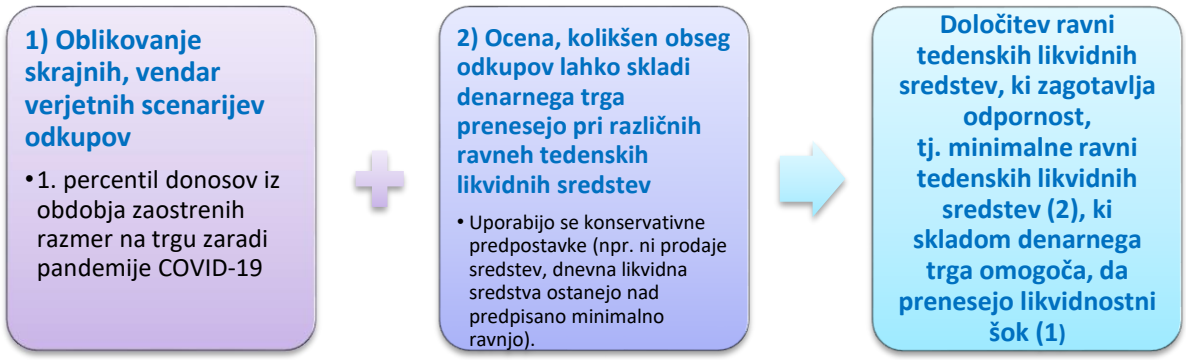
[10] Opozoriti je treba, da je sektor podprla tudi centralna banka, ki je z intervencijo na trgih komercialnih zapisov pomagala preprečiti nadaljnje posledice za sklade denarnega trga, ki so bili pod pritiskom.

3 OCENA USTREZNIH RAVNI, KI ZAGOTAVLJAJO ODPORNOST SKLADOV DENARNEGA TRGA NA TRGU

V tem oddelku se obravnava odpornost sektorja skladov denarnega trga v EU na znatno povečanje obsega zahtev za odkup. Kot je bilo navedeno v prejšnjih oddelkih, so likvidnostne rezerve ključne za izpolnjevanje zahtev za odkup, zlasti v obdobjih potencialne nelikvidnosti kratkoročnih trgov. Za izvedbo te analize je Komisija izračunala minimalno raven tedenskih likvidnih sredstev (v nadaljnjem besedilu: raven tedenskih likvidnih sredstev, ki zagotavlja odpornost), katere ohranjanje bi skladom denarnega trga omogočilo izpolnitev obsežnih zahtev za odkup, pri čemer bi dnevna likvidna sredstva ostala nad predpisano minimalno ravnjo.

Metodologija je povzeta v nadaljevanju, ustrezni podatki pa so predstavljeni v Prilogi III.

Ključni koraki metodologije, uporabljene za določitev ravni tedenskih likvidnih sredstev, ki zagotavlja odpornost



Ključna ugotovitev 4: da bi se skladi denarnega trga s stabilno NVS in skladi denarnega trga s spremenljivo NVS obdržali v izjemnih tržnih razmerah, na splošno zadostuje, da raven tedenskih likvidnih sredstev, ki zagotavlja odpornost, znaša 40 % oziroma 20 %.

Ta analiza kaže, da raven tedenskih likvidnih sredstev, ki zagotavlja odpornost, v višini 40 % pri skladih denarnega trga s stabilno NVS oziroma 20 % pri skladih denarnega trga s spremenljivo NVS na splošno zadostuje za preživetje v izjemnih tržnih razmerah (glej tudi Prilogo III). Natančneje, če bi se tedenska likvidna sredstva ohranjala na navedenih ravneh ali nad njima, bi lahko skladi denarnega trga v EU prenesli hude šoke zaradi odkupov brez potrebe po hitri razprodaji sredstev, hkrati pa bi dnevna likvidna sredstva ostala nad predpisanimi minimalnimi ravnmi. Ohranjanje dnevnih likvidnih sredstev nad minimalno ravnjo omogoča, da se za izpolnitev zahtev za odkup zagotovi takojšnja likvidnost, zlasti v obdobjih zaostrenih razmer, ko se lahko vloge za odkup sredstev iz skladov denarnega trga vlagajo več dni zapored.

To **z vidika celotnega trga** pomeni, da se bo z enotno uporabo teh ravni, ki zagotavljajo odpornost, okrepila zmožnost skladov denarnega trga v EU, da prenesejo izjemne tržne razmere, širjenje šokov na preostali finančni sistem in gospodarstvo pa se bo ublažilo.

Komisija zato meni, da bi se lahko ravni tedenskih likvidnih sredstev, ki zagotavljajo odpornost, uporabljale kot praktične referenčne točke za upravljanje likvidnostnih tveganj. Z vidika nadzora bi lahko delovale tudi kot kazalniki zgodnjega opozarjanja, ki bi v primeru, da skladi denarnega trga dlje časa ne bi dosegali opredeljenih ravni, ki zagotavljajo odpornost, spodbudili pozornejše spremljanje ali okrepljen nadzor pristojnih nacionalnih organov. Zato bi se lahko **ravni tedenskih likvidnih sredstev, ki zagotavljajo odpornost, uporabljale za ugotavljanje okoliščin, ki bi jim morali upravitelji skladov denarnega trga, zlasti njihove skupine za upravljanje tveganj, nameniti več pozornosti**

ter v katerih bi bil potreben okrepljen nadzor ustreznih pristojnih nacionalnih organov in upraviteljev skladov denarnega trga.

Poudariti je treba, da številni skladi denarnega trga šokov zaradi odkupov verjetno ne bodo utrpeli v obsegu, uporabljenem za določitev ravni tedenskih likvidnih sredstev, ki zagotavljajo odpornost. Kot je ponazorjeno v tem poročilu, skladi denarnega trga niso homogeni; verjetnost, da bodo utrpeli likvidnostne šoke, je odvisna od njihovih posebnosti in baze vlagateljev. Poleg tega določitev ravni tedenskih likvidnih sredstev, ki zagotavljajo odpornost, temelji na konservativnih predpostavkah, zlasti na predpostavki, da se dnevna likvidna sredstva prenehajo uporabljati, ko padejo na predpisano minimalno raven.

Določitev opredeljenih ravni tedenskih likvidnih sredstev, ki zagotavljajo odpornost, kot novih zavezujočih predpisanih minimalnih ravni zaradi heterogenosti sektorja skladov denarnega trga in vrst skladov torej ne bi bila sorazmerna (ključna ugotovitev 2). Komisija meni, da se lahko te ravni tedenskih likvidnih sredstev, ki zagotavljajo odpornost, namesto tega uporabljajo kot referenčne ravni za nadzor in upravljanje tveganj ter da so lahko upraviteljem skladov denarnega trga in pristojnim nacionalnim organom v pomoč pri ugotavljanju okoliščin, zaradi katerih bi bila lahko potrebna pozornejše spremljanje in okrepljen nadzor.

4 ZAKLJUČEK

Ugotovitve iz tega poročila naj bi služile kot podlaga za izboljšanje upravljanja likvidnosti s strani upraviteljev skladov denarnega trga in nadzora skladov denarnega trga, ki ga izvajajo pristojni nacionalni organi. Ugotovitve iz oddelka 2 kažejo, da so ravni likvidnosti v celotnem sektorju različne, čeprav so na splošno precej nad minimalnimi predpisanimi pragovi iz uredbe o skladih denarnega trga. Poleg tega so se v sektorju skladov denarnega trga kot celoti likvidnostna tveganja upravljala odgovorno, tako sproti kot v obdobjih izjemnih tržnih razmer.

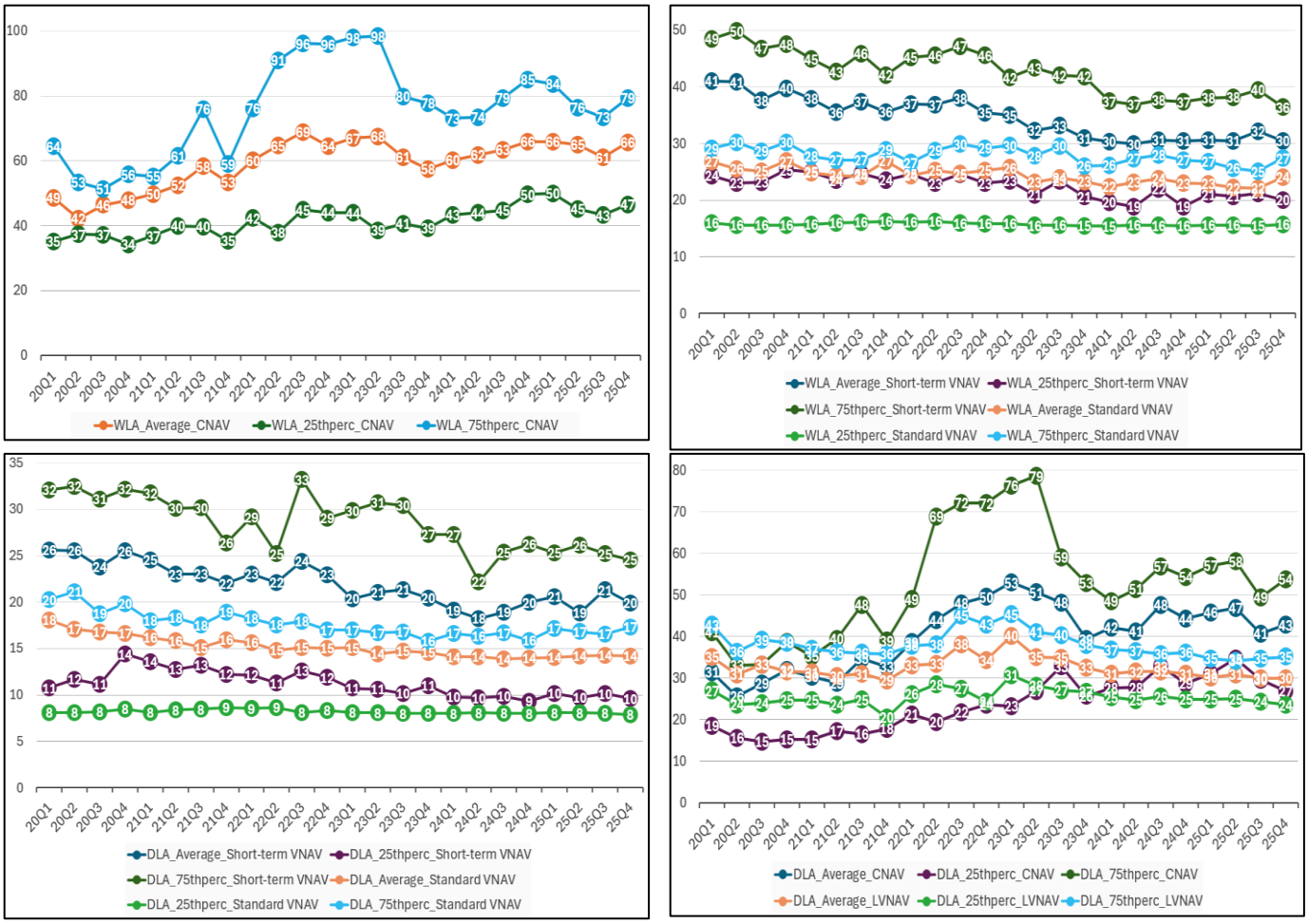
Ugotovitve iz oddelka 3 kažejo, da se lahko opredeljene ravni tedenskih likvidnih sredstev, ki zagotavljajo odpornost, uporabljajo kot referenčne ravni za nadzor in upravljanje likvidnostnih tveganj, pod katerimi bi bilo treba povečati intenzivnost preverjanja v okviru funkcij upravljanja tveganj skladov denarnega trga in njihovih upraviteljev ter okrepiti in poglobiti nadzor pristojnih nacionalnih organov, da se zagotovi odpornost na celotnem trgu.

5 PRILOGA I: RAVNI LIKVIDNOSTNIH REZERV

5.1 Statistični podatki o ravneh likvidnostnih rezerv

Graf I.1 prikazuje statistične podatke o ravneh likvidnostnih rezerv ter ponazarja, da se raven likvidnosti skladov denarnega trga ohranja nad predpisanimi minimalnimi ravnmi in kako se te ravni skozi čas spreminjajo.

Graf I.1: Ravni tedenskih in dnevnih likvidnih sredstev

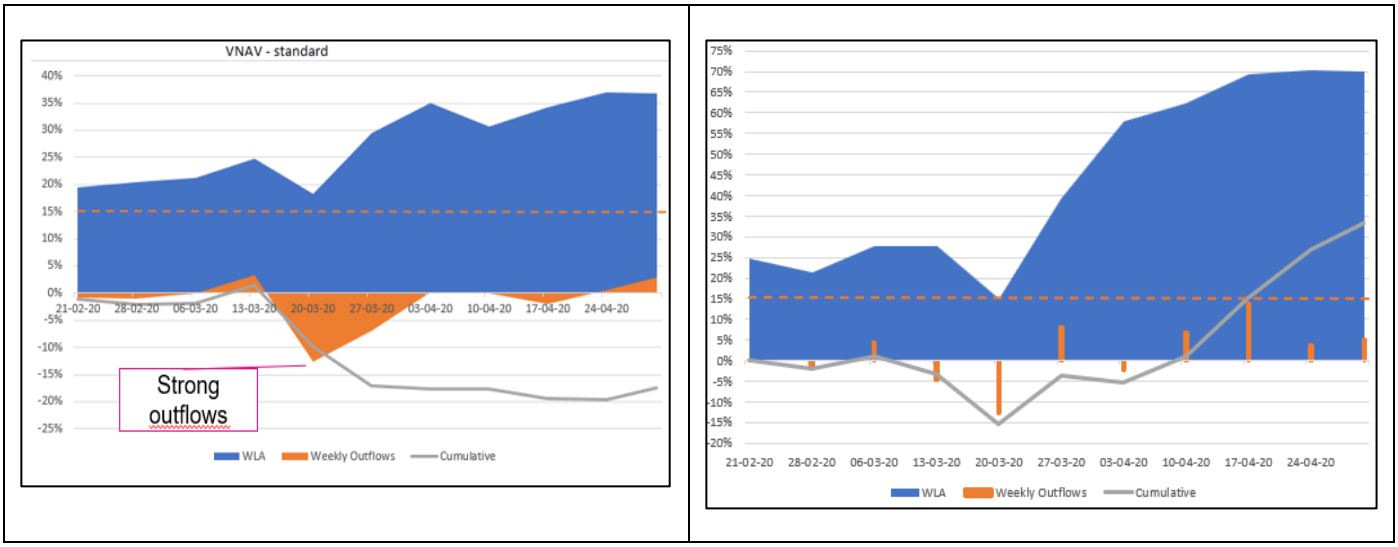


Vir: Evropska komisija na podlagi podatkov ESMA za obdobje od prvega četrtletja 2020 do četrtega četrtletja 2025.
Opomba: gibanje povprečne ravni tedenskih likvidnih sredstev ter njihove ravni v 25. in 75. percentilu (izražene kot odstotni deleži NVS) v skladih denarnega trga z manjšim nihanjem NVS.

5.2 Primeri skladov denarnega trga, ki utrpijo velike šoke zaradi odkupov

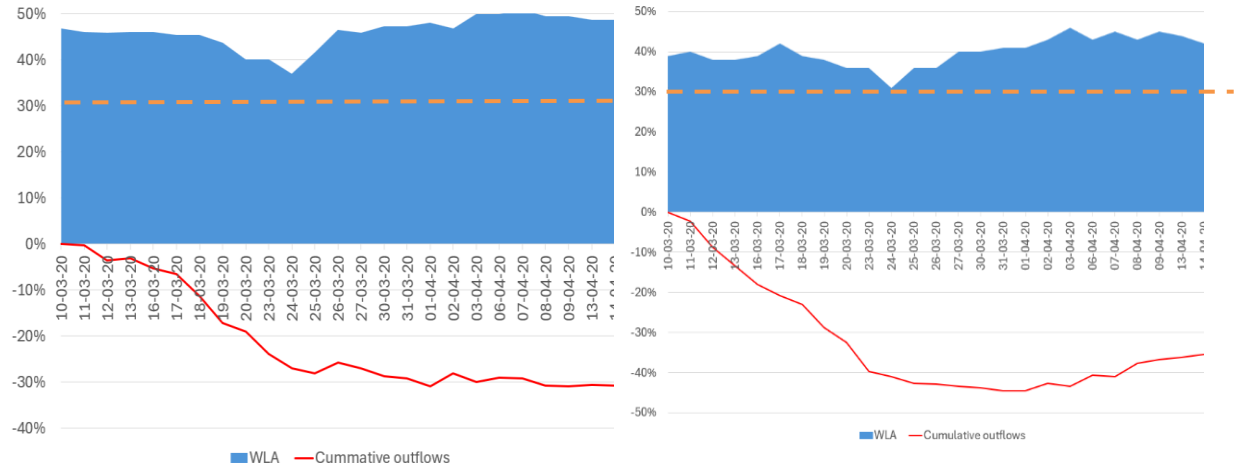
Analiza obnove likvidnostnih rezerv je zajemala 10 % skladov z najobsežnejšimi odlivi. Temelji na nadzorniških podatkih pristojnih nacionalnih organov, drugih virih podatkov, sporočilih skladov o upravljanju likvidnosti v izjemnih tržnih razmerah in spremembah sestave portfeljev. Analiza je pokazala dosleden vzorec: tudi pri najbolj prizadetih skladih denarnega trga je bilo mogoče likvidnostne rezerve obnoviti v razmeroma kratkem obdobju po stresnem dogodku.

Graf I.2: Primera obnove likvidnostnih rezerv dveh skladov denarnega trga s spremenljivo NVS, pri katerih so bile vložene obsežne zahteve za odkup



Viri: družba Crane Data in pristojni nacionalni organi.
Opomba: primer dveh skladov denarnega trga s spremenljivo NVS, pri katerih so bili odlivi precejšnji, ki ponazarja vpliv na tedenska likvidna sredstva in poznejšo obnovo likvidnostih rezerv. Najnižja raven 15 % je prikazana s črtkano črto.

Graf I.3: Obnova likvidnostnih rezerv ob obsežnih zahtevah za odkup



Viri: družba Crane Data in pristojni nacionalni organi.
Opomba: primer dveh skladov denarnega trga z manjšim nihanjem NVS, pri katerih so bili odlivi precejšnji, ki ponazarja vpliv na tedenska likvidna sredstva in poznejšo obnovo likvidnostih rezerv. Najnižja raven 30 % je prikazana s črtkano črto.

6 PRILOGA II: ODKUPI V IZJEMNIH TRŽNIH RAZMERAH

6.1 Zaostrene razmere na trgu ob začetku pandemije COVID-19

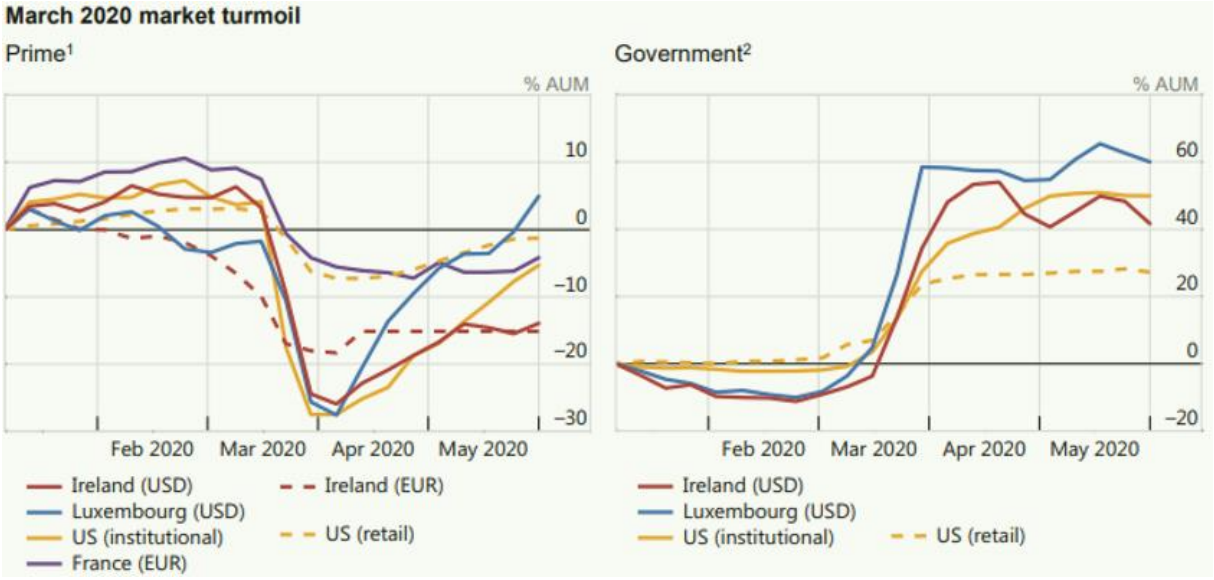
6.1.1 Splošni vpliv na trg

Tržne razmere, ki jih je povzročila pandemija COVID-19, so se začele februarja 2020, ko se je povečala zaskrbljenost zaradi svetovnega širjenja virusa, finančni trgi pa so začeli na novo vrednotiti tveganja. Vpliv pandemije na sklade denarnega trga se je sicer pokazal predvsem sredi marca 2020 in nadaljeval do junija 2020, ko so bile ugotovljene izjemne tržne razmere.

V 15-dnevnem obdobju, ki se je začelo sredi marca, se je obseg zahtev vlagateljev za odkup sredstev iz nekaterih skladov denarnega trga povečal, zlasti pri skladih denarnega trga z manjšim nihanjem NVS, denominiranih v USD, pri katerih so se zaradi odkupov pojavili znatni pritiski (približno 18 % in 30 % teh tržnih segmentov).

Pri skladih denarnega trga z manjšim nihanjem NVS, denominiranih v USD, so bili v prvih tednih marca 2020 opaženi največji in najdolgotrajnejši odlivi med vsemi evropskimi kratkoročnimi skladi denarnega trga. Poleg odkupov, povezanih s potrebo po denarnih sredstvih, je bil razlog za odlive ta, da so se vlagatelji v EU preusmerili v sklade denarnega trga s konstantno NVS za naložbe v instrumente javnega dolga.

Graf II.1: Skupni tokovi skladov denarnega trga v letu 2020



Vir: Odbor za finančno stabilnost, *Policy proposals to enhance MMF resilience* (Predlogi politike za povečanje odpornosti skladov denarnega trga), oktober 2021.

6.1.2 Neenakomerni učinki na sklade denarnega trga in odzivi teh skladov

Obseg zahtev za odkup in ravnanje vlagateljev se v običajnih in izjemnih razmerah med skladi denarnega trga zelo razlikujeta. Odzivi in ravnanje so odvisni od različnih dejavnikov, predvsem od baze vlagateljev, tega, kako vlagatelji iz iste baze naložbe uporabljajo (glej spodaj), velikosti ključnih vlagateljev in sestave vlagateljev. Drug odločilni dejavnik je vrsta skladov denarnega trga (sklad denarnega trga s spremenljivo NVS, sklad denarnega trga z manjšim nihanjem NVS, sklad denarnega trga s konstantno NVS).

Čeprav sta vrsta skladov in valuta, v kateri so skladi denominirani, nedvomno pomembna dejavnika, so tudi skladi iz zelo podobnih kategorij med krizo zaradi COVID-19 in po njej utrpeli zelo različne ravni šoka. Te razlike so prikazane v grafu 3.

Grafa 2 in 3 ponazarjata, da so skladi denarnega trga z manjšim nihanjem NVS, denominirani v USD, na začetku pandemije COVID-19 na splošno utrpeli znaten šok zaradi odkupov. Vendar je bil vpliv na različne sklade zelo neenakomeren. Pri manj kot 6 % skladov denarnega trga z manjšim nihanjem NVS so skupni odlivi presegli 30 % njihove NVS.

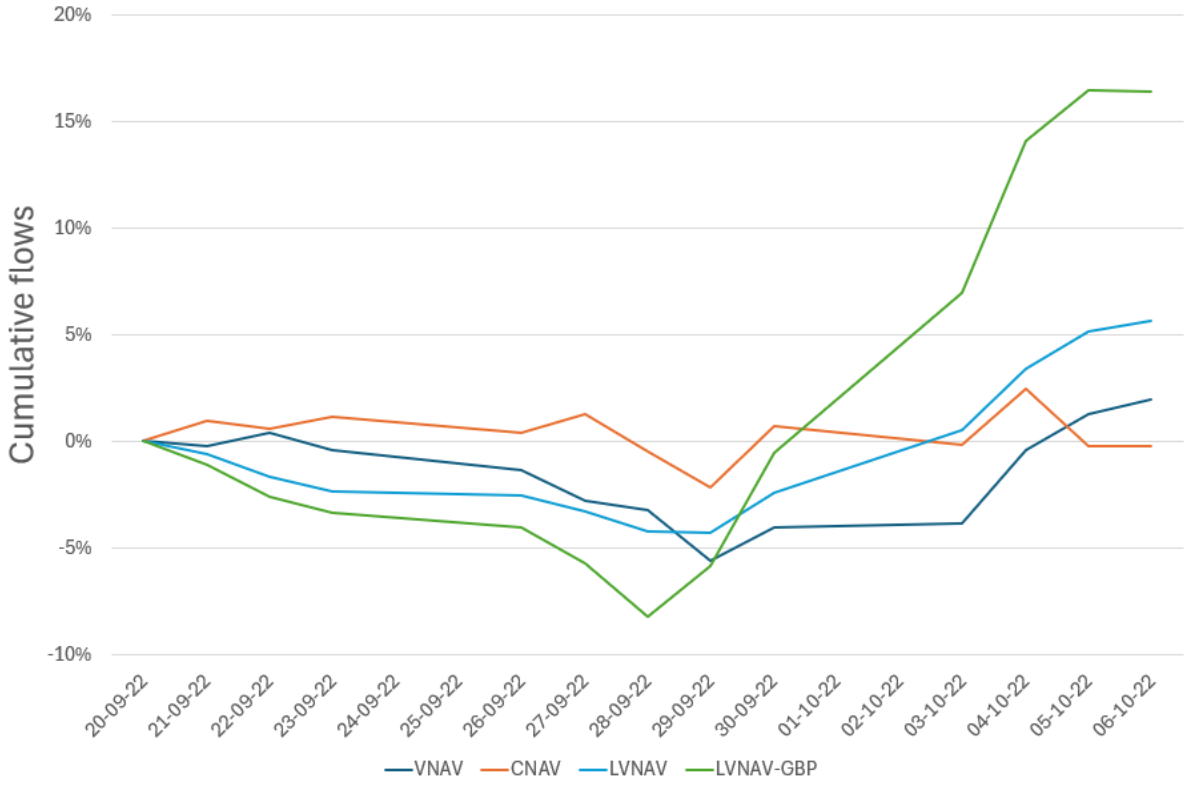
Eden od razlogov za to neenakost je ta, da vlagatelji sklade uporabljajo na različne načine. Trije stilizirani „skrajni“ primeri ponazarjajo, kako se lahko pri istem skladu denarnega trga pojavijo zelo različni vzorci odkupov, odvisni od baze vlagateljev in njihovega ravnanja v različnih tržnih razmerah.

1) **Uporaba skladov denarnega trga kot sredstva za upravljanje denarnih sredstev/plačila (predvidljiv cikel):** nekateri institucionalni vlagatelji sklade denarnega trga s spremenljivo NVS uporabljajo kot **transakcijske denarne rezerve**, pri čemer se na primer denarna sredstva vlagajo ob prejemu prispevkov/premij, nato pa se odkupujejo v **predvidljivih presledkih** (na primer v skladu s cikli izplačevanja pokojnin). V tem primeru so odlivi pogosto **načrtovani in predvidljivi**, zato je vsako zmanjšanje likvidnosti prej načrtovana sprememba kot pa odtekanje. Podoben primer so pokojninski sistemi, ki imajo redne prilive (prispevke) in redne odlive (izplačila prejemkov), kar ustvarja predvidljive vzorce denarnih tokov.
2) **Uporaba skladov denarnega trga kot sredstva za likvidnost v zvezi z zavarovanji/kritji (potencialen vzorec silovitega padca):** kadar se skladi denarnega trga (neposredno ali posredno) uporabljajo kot **likvidnostne rezerve za zavarovanje** pri izvedenih finančnih instrumentih, repo poslih ali potrebah po kritju, povezanih z naložbami, usmerjenimi v izpolnjevanje obveznosti, lahko odkupe spodbudijo **tržna gibanja in z njimi povezani pozivi k doplačilu kritja**. Pri skladih, usmerjenih v izpolnjevanje obveznosti, s finančnim vzvodom se lahko ob povečanju donosov (in posledičnih izgubah iz vrednotenja po tekočih tržnih cenah) potrebe po zavarovanju hitro povečajo, številni udeleženci na trgu pa zato začnejo hkrati mrzlično iskati denarna sredstva. V teh okoliščinah lahko vlagatelji odkupijo delnice/enote skladov denarnega trga, da izpolnijo zahteve glede zavarovanja s premoženjem, ali pa sredstva sklada denarnega trga uporabijo v postopkih upravljanja zavarovanja, kar v primerjavi s preprosto uporabo skladov zgolj za upravljanje denarnih sredstev povzroča **bolj procikličnо in korelacijsko povpraševanje po likvidnosti**.
3) **Uporaba skladov denarnega trga za združevanje denarnih sredstev drugih skladov, ki jih upravlja isti upravitelj sredstev sklada denarnega trga. V tem primeru ima upravitelj vpogled v tokove odkupov**.

6.2 Kriza na področju skladov, usmerjenih v izpolnjevanje obveznosti

Konec septembra 2022 je prišlo do skokovitega povečanja donosa britanskih državnih obveznic in hudega pritiska pri izvajanju naložbenih strategij, usmerjenih v izpolnjevanje obveznosti, ki se uporabljajo pri pokojninskih skladih. Skladi, usmerjeni v izpolnjevanje obveznosti, so imeli posledično velike izgube iz vrednotenja po tržnih cenah, kar je sprožilo pozive k doplačilu gibljivega kritja. Ti pozivi k doplačilu kritja so povzročili nenadno in veliko povpraševanje po denarnih sredstvih, ki se je preneslo tudi na področje skladov denarnega trga, denominiranih v GBP, čeprav skladi denarnega trga niso bili vir tega nenadnega in izredno obsežnega povpraševanja po likvidnosti. Nekateri skladi denarnega trga so imeli hitre odlive, zlasti zaradi institucionalnih vlagateljev, in so se odzvali s povečanjem likvidnostnih rezerv in skrajšanjem zapadlosti portfelja.

Graf II.2: Vpliv krize na področju skladov, usmerjenih v izpolnjevanje obveznosti, na tokove skladov denarnega trga

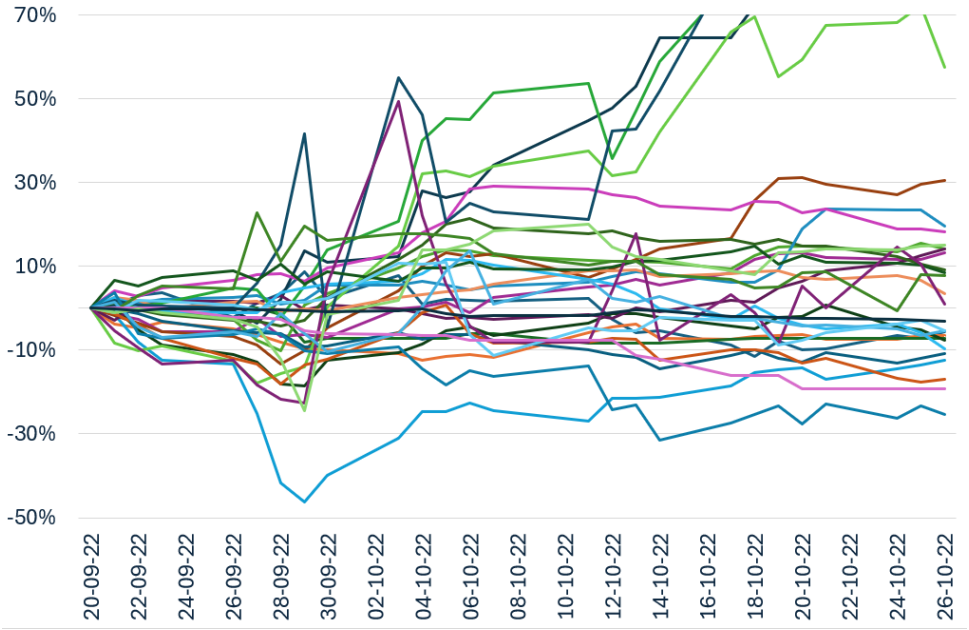


Viri: družba Crane Data in nacionalni pristojni organi, skladi denarnega trga z NVS, višjo od 100 milijonov EUR.
Opomba: skupni neto tokovi glede na vrsto sklada denarnega trga, izraženi kot odstotni deleži NVS.

Odzivi skladov denarnega trga na nenadno povpraševanje vlagateljev po likvidnosti med krizo na področju skladov, usmerjenih v izpolnjevanje obveznosti, so bili še izrazitejši od odziva med pandemijo COVID-19. Medtem ko so nekateri skladi denarnega trga imeli prilive, so bili drugi občasno pod močnim pritiskom zaradi odkupov. Kriza na področju skladov, usmerjenih v izpolnjevanje obveznosti, je zelo različno vplivala na sklade denarnega trga z manjšim nihanjem NVS, denominirane v GBP, saj je prizadela le peščico skladov, ne pa celotnega sektorja.

Ta raznoliki učinek se kaže v porazdelitvi odlivov: tedenski odlivi sklada, ki predstavlja mediano, so znašali −9 % (skupaj −10 %), vendar so skladi z repa razvrstitve utrpeli hujši pretres, pri čemer so tisti iz 10. percentila imeli −21-odstotne tedenske odlive, 1 % najbolj prizadetih skladov pa je v enem tednu izgubil skoraj −37 % (skupaj −42 %). Ta izrazita asimetrija kaže, da so bili bolj prizadeti skladi, ki so se v okviru naložbenih strategij, usmerjenih v izpolnjevanje obveznosti, zelo pogosto uporabljali kot likvidnostne rezerve za izpolnjevanje pozivov k doplačilu kritja in zavarovanju s premoženjem. Nasprotno pa so skladi denarnega trga z manjšim nihanjem NVS, denominirani v GBP, ki so služili širšim namenom upravljanja denarnih sredstev ter imeli bolj diverzificirane baze vlagateljev in manj neposrednih povezav s preoblikovanjem zavarovanj ali repo posli z britanskimi državnimi obveznicami, v istem obdobju imeli prilive.

Graf II.3: Gibanje NVS pri skladih denarnega trga z manjšim nihanjem NVS, denominiranih v GBP, med krizo na področju skladov, usmerjenih v izpolnjevanje obveznosti



Viri: družba Crane Data in pristojni nacionalni organi.
Opomba: vsaka črta predstavlja skupne neto tokove (izražene kot odstotni deleži NVS – os y) sklada denarnega trga z manjšim nihanjem NVS, denominiranega v GBP, z NVS, ki presega 1 milijardo EUR. Pozitivne vrednosti pomenijo neto vplačila, negativne vrednosti pa neto odkupe. Ti primeri kažejo, da so skladi denarnega trga z manjšim nihanjem NVS, denominirani v GBP, med krizo na področju skladov, usmerjenih v izpolnjevanje obveznosti, sicer imeli znatne odkupe, vendar je bil vpliv na tovrstne sklade denarnega trga neenakomeren.

7 PRILOGA III: RAVNI, KI ZAGOTAVLJAJO ODPORNOST NA TRGU

7.1 Določitev šokov zaradi odkupov

Pri ocenjevanju šokov zaradi odkupov je bilo na podlagi različnih virov podatkov (družba Crane Data, nacionalni pristojni organi, družba Morningstar) in metodoloških pristopov preskušenih več modelov s posebnim poudarkom na reševanju težav s kakovostjo podatkov in zagotavljanju robustnosti.

Nazadnje je bil izbran 1. percentil odkupov (v % NVS), saj zajema skrajne, vendar verjetne zaostrene razmere, hkrati pa se s tem omejuje vpliv morebitnih napak v podatkih ali odstopajočih vrednosti.

Ta percentil temelji na tržnih razmerah, nastalih zaradi pandemije COVID-19, in zato predstavlja zelo neugoden scenarij. Opozoriti je treba, da taki scenariji za številne sklade denarnega trga, ki imajo predvidljivo bazo vlagateljev, morda niso realistični. Ta konservativni pristop se kljub temu šteje za ustrezen zaradi potencialnih tveganj širjenja negativnih učinkov, zlasti učinkov na ugled.

Pomen tveganja širjenja negativnih učinkov je mogoče oceniti tudi ob upoštevanju praks poznavanja strank in dejstva, da morajo skladi denarnega trga v skladu z zakonodajo svojim vlagateljem redno razkrivati informacije. Poleg tega številni vlagatelji zahtevajo pogostejše in podrobnejše informacije, kar lahko dodatno zmanjša tveganja širjenja negativnih učinkov.

Preglednica III.1: Razpon vrednosti odkupov iz 1. percentila, pridobljenih z razporeditvijo scenarijev odkupov, na podlagi različnih virov podatkov (najmanjša in najnižja vrednost 1. percentila)

	Dnevno	Tedensko	Mesečno
Skladi denarnega trga s spremenljivo NVS	[–4 %; –8 %]	[–6 %; –19 %]	[–16 %; –45 %]
- **Standardni skladi denarnega trga s spremenljivo NVS**	[–4 %; –8 %]	[–4 %; –21 %]	[–9 %; –45 %]
- **Kratkoročni skladi denarnega trga s spremenljivo NVS**	[–3 %; –10 %]	[–6 %; –15 %]	[–17 %; –26 %]
Skladi denarnega trga z manjšim nihanjem NVS	[–6 %; –11 %]	[–7 %; –28 %]	[–28 %; –45 %]
- **Skladi denarnega trga z manjšim nihanjem NVS, denominirani v USD**	[–9 %; –12 %]	[–16 %; –26 %]	[–30 %; –44 %]
- **Skladi denarnega trga z manjšim nihanjem NVS, denominirani v GBP**	[–8 %; –11 %]	[–16 %; –30 %]	[–26 %; –47 %]
Sklad denarnega trga s konstantno NVS	[–5 %; –14 %]	[–4 %; –22 %]	[–1 %; –34 %]
Skupaj	[–6 %; –11 %]	[–7 %; –26 %]	[–21 %; –45 %]

Viri: družbi Crane Data in Morningstar ter podatki nacionalnih pristojnih organov.

7.2 Določitev „pragov, ki zagotavljajo odpornost na trgu“

Skladi denarnega trga v EU lahko na splošno prenesejo šoke zaradi odkupov, opredeljene v oddelku 7.1, kar kaže na razpršenost ravni tedenskih likvidnih sredstev v celotnem sektorju. Še vedno so sicer nujni zanesljiv nadzor in učinkoviti sistemi upravljanja tveganj, ki zagotavljajo, da so ravni likvidnosti prilagojene posebnostim posameznih skladov.

V tem oddelku se zato obravnava določitev ravni tedenskih likvidnih sredstev, ki zagotavljajo odpornost in bi v primeru, da bi se enotno uporabljale kot minimalne referenčne ravni, omogočile, da skladi denarnega trga prenesejo scenarije odkupov, določene v oddelku 7.1.

Uporabljena je bila metodologija, opisana v nadaljevanju:

1. v analizi se oceni obseg odkupov, ki ga lahko skladi denarnega trga prenesejo, preden njihova dnevna likvidna sredstva padejo pod predpisano minimalno raven. Pri tej oceni se na podlagi dejanskih podatkov o sestavi portfelja in amortizaciji upoštevajo različne minimalne ravni tedenskih likvidnih sredstev.

2. Za določitev pragov tedenskih likvidnih sredstev, ki zagotavljajo odpornost, se rezultati primerjajo s scenariji odkupov, uporabljenimi za sklade denarnega trga, iz oddelka 7.1 (glej preglednico III.1). Pri analizi se upošteva amortizacija portfelja. Uporabijo se naslednje konservativne predpostavke:

   - zahteve za odkup se izpolnjujejo izključno z obstoječimi dnevnimi in tedenskimi likvidnimi sredstvi, brez prodaje sredstev, razen tistih, ki se uvrščajo med dnevna in tedenska likvidna sredstva;
   - dnevna likvidna sredstva se ohranjajo nad minimalnimi predpisanimi ravnmi[11].

Preglednica III.2: Scenarij, uporabljen za določanje zadevnih ravni

Vrsta sklada denarnega trga	Dnevno	Tedensko	Mesečno
Standardni skladi denarnega trga s spremenljivo NVS	–8 %	–17 %	–34 %
Stabilna NVS	–15 %	–30 %	–47 %

Viri: družbi Crane Data in Morningstar ter podatki nacionalnih pristojnih organov.

Ta analiza kaže, da raven tedenskih likvidnih sredstev, ki zagotavlja odpornost, v višini od 35 % do 40 % za sklade denarnega trga s stabilno NVS oziroma 20 % za sklade denarnega trga s spremenljivo NVS zadostuje za preživetje v izjemnih tržnih razmerah. Natančneje, če bi se tedenska likvidna sredstva ohranjala na navedenih ravneh ali nad njima, bi lahko skladi denarnega trga v EU prenesli hude šoke zaradi odkupov iz oddelka 7.1 (tj. njihova dnevna likvidna sredstva bi ostala nad predpisano minimalno ravnjo).

[11] To je konservativna hipoteza, saj je v praksi mogoče, da raven dnevnih likvidnih sredstev skladov denarnega trga za izpolnitev zahtev za odkup začasno pade pod predpisano minimalno raven, sredstva pa se lahko tudi prodajo oziroma se uporabijo prilivi denarnih sredstev.