KOMISJA
EUROPEJSKA

Bruksela, dnia 11.5.2026 r.
COM(2026) 350 final

SPRAWOZDANIE KOMISJI DLA PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY

dotyczące adekwatności rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1131 w sprawie funduszy rynku pieniężnego z ostrożnościowego i gospodarczego punktu widzenia

STRESZCZENIE

Rozporządzenie w sprawie funduszy rynku pieniężnego (rozporządzenie w sprawie FRP) weszło w życie w 2018 r. i ustanowiono w nim kompleksowe ramy unijnych funduszy rynku pieniężnego (FRP). Uznaje się w nim istotną rolę tych ram w finansowaniu gospodarki, w szczególności w finansowaniu krótkoterminowym na rzecz organów publicznych i przedsiębiorstw, a także w zaspokajaniu potrzeb inwestorów. Unijne FRP oferują płynne, dobrze uregulowane narzędzie inwestycyjne, które przyczynia się do osiągnięcia celów unii oszczędności i inwestycji.

Rozporządzenie w sprawie FRP zawiera zabezpieczenia mające na celu wzmocnienie odporności FRP, co ma zasadnicze znaczenie dla utrzymania zaufania inwestorów do produktu. W sprawozdaniu Komisji w sprawie FRP z 2023 r.[1] stwierdzono, że ramy te są zasadniczo skuteczne w ograniczaniu ryzyka płynności i wskazano pewne aspekty ryzyka płynności, które wymagają dalszej oceny. W niniejszym sprawozdaniu przedstawiono wyniki uzupełniających prac analitycznych przeprowadzonych w zakresie ryzyka płynności oraz wnioski dotyczące większej odporności FRP.

FRP są zróżnicowane i doświadczają szoków płynnościowych o różnym poziomie w zależności od rodzaju tych funduszy (zmienna wartość aktywów netto, niska zmienność wartości aktywów netto lub stała wartość aktywów netto – odpowiednio FRP o zmiennej NAV, FRP o niskiej zmienności NAV i FRP o stałej NAV), ich waluty, inwestorów i zastosowań. Ze względu na te różnice FRP utrzymują rezerwy płynności powyżej wymaganych minimalnych poziomów, z uwzględnieniem specyfiki każdego funduszu i wyników testów warunków skrajnych. To ostrożne podejście zarządzających FRP można wytłumaczyć kontrolą inwestorów (którą umożliwiają zasady przejrzystości określone w rozporządzeniu w sprawie FRP), nadzorem regulacyjnym oraz dążeniem do ograniczenia ryzyka utraty reputacji.

FRP wykazały zdolność do odtworzenia zabezpieczeń przed utratą płynności nawet w okresach skrajnych warunków rynkowych, co stanowi odzwierciedlenie aktywnego zarządzania ryzykiem płynności oraz skutecznego nadzoru. Wskazuje to na spójne wdrażanie różnych mechanizmów określonych w rozporządzeniu w sprawie FRP, koordynowane przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA).

W niniejszym sprawozdaniu oceniono odporność aktywów o tygodniowej płynności (WLA), które uznaje się za użyteczne wskaźniki referencyjne dotyczące WLA na potrzeby zarządzania ryzykiem płynności i nadzoru nad nim. Na podstawie obszernej analizy danych w niniejszym sprawozdaniu stwierdzono, że odpowiednie wskaźniki referencyjne dotyczące WLA („poziomy odporności rynku") wynoszą 20 % w przypadku FRP o zmiennej NAV i 40 % w przypadku FRP o stałej NAV oraz FRP o niskiej zmienności NAV.

Komisja uważa zatem, że te poziomy odporności rynku mogą służyć jako wskaźniki referencyjne dla zarządzających FRP, w szczególności pełniących funkcje związane z zarządzaniem ryzykiem, oraz dla właściwych organów krajowych, aby pomóc im w identyfikowaniu sytuacji, które mogą wymagać ściślejszego monitorowania i większego zaangażowania w działania nadzorcze.

[1] Sprawozdanie Komisji dla Parlamentu Europejskiego i Rady dotyczące adekwatności rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1131 w sprawie funduszy rynku pieniężnego z ostrożnościowego i gospodarczego punktu widzenia (COM(2023) 452): EUR-Lex - 52023DC0452 - PL - EUR-Lex.

Spis treści

STRESZCZENIE **1**

SKRÓTY **3**

1 WPROWADZENIE **5**

2 OCENA ZARZĄDZANIA PŁYNNOŚCIĄ FRP **7**

2.1 Poziomy zabezpieczeń przed utratą płynności 7

2.2 W jaki sposób FRP realizują zlecenia umorzenia 11

3 OCENA ODPOWIEDNICH POZIOMÓW ODPORNOŚCI RYNKU FRP **14**

4 WNIOSKI **15**

5 ZAŁĄCZNIK I: POZIOMY ZABEZPIECZEŃ PRZED UTRATĄ PŁYNNOŚCI **16**

5.1 Dane statystyczne dotyczące poziomów zabezpieczeń przed utratą płynności 16

5.2 Przykłady FRP, które doświadczają dużych wstrząsów związanych z umorzeniem 16

6 ZAŁĄCZNIK II: REALIZACJA UMORZEŃ W SKRAJNYCH WARUNKACH RYNKOWYCH **18**

6.1 Napięcia rynkowe na początku pandemii COVID-19 18

6.1.1 Ogólny wpływ na rynek **18**

6.1.2 Nierównomierne skutki i reakcje w poszczególnych FRP **18**

6.2 Zdarzenie rynkowe związane z LDI 19

7 ZAŁĄCZNIK III: POZIOMY ODPORNOŚCI RYNKU **22**

7.1 Kalibracja wstrząsów związanych z umorzeniem 22

7.2 Kalibracja „progów odporności rynku” 22

SKRÓTY

Dyrektywa w sprawie ZAFI	dyrektywa dotycząca zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi
FRP o stałej NAV	FRP utrzymujący stałą wartość aktywów netto i inwestujący w instrumenty długu publicznego, zgodnie z definicją zawartą w art. 2 pkt 11 rozporządzenia w sprawie FRP
DLA	aktywa o płynności dziennej – aktywa o jednodniowym terminie zapadalności zgodnie z wymogami określonymi w art. 24 ust. 1 lit. c) i d) oraz art. 25 ust. 1 lit. c) rozporządzenia w sprawie FRP
EBC	Europejski Bank Centralny
ESMA	Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych
ERRS	Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego
EUR	euro
Rada Stabilności Finansowej	Rada Stabilności Finansowej
GBP	funt szterling
LMT	narzędzie zarządzania płynnością
FRP o niskiej zmienności NAV	FRP o niskiej zmienności wartości aktywów netto, zgodnie z definicją zawartą w art. 2 pkt 12 rozporządzenia w sprawie FRP
LRM	zarządzanie ryzykiem płynności
FRP	fundusz rynku pieniężnego. FRP oznaczają fundusze z siedzibą w UE, o ile nie określono inaczej (np. FRP z siedzibą w USA).
Zarządzający FRP	zarządzający FRP, zgodnie z definicją zawartą w art. 2 pkt 23 rozporządzenia w sprawie FRP
Rozporządzenie w sprawie FRP	rozporządzenie (UE) 2017/1131 w sprawie funduszy rynku pieniężnego
NAV	wartość aktywów netto
NCA	właściwe organy krajowe będące organem właściwym dla FRP, zgodnie z definicją zawartą w art. 2 pkt 17 rozporządzenia w sprawie FRP
SIU	unia oszczędności i inwestycji – inicjatywa Komisji Europejskiej mająca na celu stworzenie lepszych możliwości finansowych dla obywateli UE przy jednoczesnym wzmocnieniu zdolności systemu finansowego w zakresie łączenia oszczędności z inwestycjami produkcyjnymi
USD	dolar amerykański
UCITS	przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe
FRP o zmiennej NAV	FRP o zmiennej wartości aktywów netto, zgodnie z definicją zawartą w art. 2 pkt 13 rozporządzenia w sprawie FRP
WAL	średni ważony okres trwania, zgodnie z definicją zawartą w art. 2 pkt 20 rozporządzenia w sprawie FRP
WAM	średni ważony termin zapadalności, zgodnie z definicją zawartą w art. 2 pkt 19 rozporządzenia w sprawie FRP
WLA	aktywa o płynności tygodniowej – aktywa o tygodniowym terminie zapadalności zgodnie z wymogami określonymi w art. 24 ust. 1 lit. e) i f) oraz art. 25 ust. 1 lit. d) rozporządzenia w sprawie FRP

Sprawozdanie w sprawie FRP z 2023 r. sprawozdanie Komisji dla Parlamentu Europejskiego i Rady dotyczące adekwatności rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1131 w sprawie funduszy rynku pieniężnego z ostrożnościowego i gospodarczego punktu widzenia (COM(2023) 452)

1 WPROWADZENIE

FRP odgrywają kluczową rolę w systemie finansowym jako narzędzia zarządzania płynnością dla przedsiębiorstw i stwarzają możliwości dla inwestorów poszukujących inwestycji o niskiej zmienności i wyższych zwrotach niż depozyty bankowe. Wzrost aktywów unijnych FRP w ciągu ostatnich pięciu lat (+45 % w latach 2019–2024) pokazuje sukces tych ram. Na koniec 2024 r. w UE 455 FRP posiadało aktywa o łącznej wartości około 1,95 bln EUR. Unijne FRP mają siedzibę głównie w Irlandii, Luksemburgu i Francji. W rezultacie unijne FRP oferują regulowane narzędzie inwestycyjne, które przyczynia się do dywersyfikacji możliwości inwestycyjnych i zarządzania ryzykiem, zgodnie z celami unii oszczędności i inwestycji. Zapewniają one też unijnym przedsiębiorstwom dodatkowe możliwości finansowania oraz umożliwiają im rozwój, innowacje i tworzenie miejsc pracy.

Unijne FRP w skrócie

- Denominowane w EUR (~45 %), USD (~32 %) i GBP (~23 %).
- Z siedzibą w Irlandii (44 %), Luksemburgu (30 %) i Francji (24 %).
- Będące w posiadaniu inwestorów profesjonalnych (90 %), w tym inwestorów spoza UE w przypadku FRP z siedzibą w Irlandii (77 %) i Luksemburgu (63 %).
- FRP o niskiej zmienności NAV (~46 %), FRP o zmiennej NAV (~43 %) i FRP o stałej NAV (~11 % NAV).

Źródło: ESMA, rynek unijnych FRP w 2023 r. i dane za IV kwartał 2024 r.

W 2018 r. weszło w życie rozporządzenie w sprawie FRP, w którym ustanowiono kompleksowe ramy regulacyjne i nadzorcze dla unijnych FRP, które „zapewniają finansowanie krótkoterminowe instytucjom finansowym, przedsiębiorstwom oraz rządom [a także] przyczyniają się do finansowania gospodarki Unii" (motyw 1 rozporządzenia w sprawie FRP).

Dyrektywę w sprawie ZAFI i dyrektywę UCITS zmieniono w celu wprowadzenia wzmocnionych i bardziej zharmonizowanych ram zarządzania ryzykiem płynności, w szczególności przez nałożenie na zarządzających wymogu wyboru i wdrożenia co najmniej jednego narzędzia zarządzania płynnością z przewidzianego wykazu. Ramy te, mające zastosowanie od 16 kwietnia 2026 r., zwiększają spójność między funduszami i podnoszą ogólną stabilność finansową.

Rozporządzeniem w sprawie FRP ustanowiono zharmonizowane ramy mające na celu wzmocnienie odporności sektora i ograniczenie ryzyka systemowego, w tym przepisy dotyczące m.in. aktywów kwalifikowalnych, składu portfela, wyceny, zarządzania ryzykiem, zakazu wykorzystania dźwigni finansowej oraz przejrzystości i sprawozdawczości. Głównym filarem rozporządzenia w sprawie FRP są wymogi dotyczące składu portfela. Obejmują one przepisy mające na celu zapewnienie płynności FRP, takie jak przepisy dotyczące zabezpieczeń przed utratą płynności oraz przepisy opisujące rolę i obowiązki zarządzającego FRP (takie jak ograniczenia dotyczące terminów zapadalności i jakość kredytowa[2], zob. poniżej). Poszczególne rodzaje unijnych FRP oraz ich kluczowe cechy i wymogi regulacyjne przedstawiono w tabeli 1. Zaprezentowano w niej minimalne progi regulacyjne dotyczące aktywów o płynności dziennej i tygodniowej (DLA i WLA), które FRP muszą posiadać. Minimalne progi określone w rozporządzeniu w sprawie FRP mają na celu zapewnienie, wraz z innymi zabezpieczeniami, aby FRP mogły realizować wydawane przez inwestorów zlecenia umorzenia.

[2] Zarządzający FRP są odpowiedzialni za zapewnienie zgodności z rozporządzeniem w sprawie FRP. Mają oni szczególne obowiązki, takie jak ocena jakości kredytowej aktywów FRP i przeprowadzanie testów warunków skrajnych, wycena aktywów oraz ujawnianie informacji inwestorom.

Tabela 1: Kluczowe wymogi i cechy unijnych FRP

	Krótkoterminowy FRP			Standardowy FRP
	FRP o stabilnej NAV		FRP o zmiennej NAV	
Wymogi	**FRP o stałej NAV**	**FRP o niskiej zmienności NAV**	**Krótkoterminowy FRP o zmiennej NAV**	**Standardowy FRP o zmiennej NAV**
WAM	Maks. 60 dni			Maks. 6 miesięcy
WAL	Maks. 120 dni			Maks. 12 miesięcy
Terminy zapadalności aktywów	Maks. 397 dni			Maks. 2 lata z aktualizacją co 397 dni
DLA	Min. 10 %		Min. 7,5 %	
WLA	Min. 30 % (w tym do 17,5 % w przypadku długu publicznego z terminem zapadalności w ciągu 190 dni)		Min. 15 %	
Inne	Brak wykorzystania dźwigni finansowej, dywersyfikacja, wymogi dotyczące jakości kredytowej, przejrzystość i sprawozdawczość			

W 2023 r. Komisja opublikowała sprawozdanie[3] (sprawozdanie w sprawie FRP z 2023 r.), z którego wynika, że „rozporządzenie w sprawie FRP pomyślnie przeszło test zaburzeń płynności, których FRP doświadczyły podczas zamieszania na rynku związanego z COVID-19 w marcu 2020 r., oraz okres niedawnych podwyżek stóp procentowych i związanej z nimi ponownej wyceny aktywów finansowych”[4]. Chociaż w sprawozdaniu stwierdzono, że ramy te są w dużej mierze w stanie zapewnić odporność sektora, podkreślono też pewne aspekty zarządzania ryzykiem płynności, które wymagają dalszej oceny w celu zagwarantowania odporności FRP.

W ramach działań następczych w związku ze sprawozdaniem w sprawie FRP z 2023 r. w niniejszym sprawozdaniu oceniono funkcjonowanie FRP na podstawie szeroko zakrojonych prac analitycznych oraz wykorzystano wiele źródeł danych[5] i konsultacji[6] w celu zbadania sposobu zarządzania ryzykiem płynności. Oceniono w nim, w jaki sposób FRP reagują na szoki płynnościowe oraz jak zarządzający ograniczają ryzyko płynności, w szczególności przez zabezpieczenia przed utratą płynności.

W niniejszym sprawozdaniu przedstawiono najważniejsze ustalenia dotyczące oceny zarządzania płynnością FRP (sekcja 2) oraz analizę odpowiednich poziomów odporności rynku (sekcja 3). Załączniki zawierają bardziej dogłębną analizę techniczną tych zagadnień.

[3] Komisja przyjmuje sprawozdanie na temat funkcjonowania rozporządzenia w sprawie funduszy rynku pieniężnego (FRP) – finanse.
[4] Sprawozdanie w sprawie FRP z 2023 r., s. 21.
[5] Dane uzyskano z następujących źródeł: Crane Data, Morningstar, ESMA i właściwe organy krajowe.
[6] Ukierunkowane konsultacje Komisji na temat funkcjonowania rozporządzenia w sprawie funduszu rynku pieniężnego, 12 kwietnia 2022 r., oraz ukierunkowane konsultacje Komisji oceniające adekwatność polityki makroostrożnościowej w odniesieniu do pozabankowego pośrednictwa finansowego (NBFI), 22 maja 2024 r.

2 OCENA ZARZĄDZANIA PŁYNNOŚCIĄ FRP

2.1 Poziomy zabezpieczeń przed utratą płynności

Komisja przeprowadziła analizę zabezpieczeń przed utratą płynności na poziomie całego sektora (analiza makroekonomiczna) i na poziomie poszczególnych FRP (poziomy mikroekonomiczne), aby zrozumieć, w jaki sposób ustala się poszczególne poziomy i czy zachowanie rynku jest spójne.

Kluczowe ustalenie 1: Większość unijnych FRP utrzymuje zabezpieczenia przed utratą płynności znacznie powyżej minimalnych wymogów określonych w rozporządzeniu w sprawie FRP

FRP przyjmują różny poziom zabezpieczeń przed utratą płynności związany z ich konkretną sytuacją, w szczególności ze skłonnością do składania zleceń umorzenia o zmiennej wielkości w zależności od bazy inwestorów. W okresie od I kwartału 2020 r. do IV kwartału 2025 r. FRP o zmiennej NAV posiadały średnio co najmniej 19 % DLA i 29 % WLA, w porównaniu z minimalnymi progami regulacyjnymi wynoszącymi odpowiednio 7,5 % i 15 %, natomiast FRP o stałej NAV i FRP o niskiej zmienności NAV utrzymują jeszcze wyższe poziomy zabezpieczeń, średnio 36 % w przypadku DLA i 54 % w przypadku WLA, w porównaniu z minimalnymi progami regulacyjnymi wynoszącymi odpowiednio 10 % i 30 %.

W tabeli 2 przedstawiono rozkład DLA i WLA według rodzaju FRP w okresie sześciu lat. Na przykład w odniesieniu do rozkładu WLA w przypadku FRP o niskiej zmienności NAV średni poziom zabezpieczenia wynosił 50 %, podczas gdy średni poziom zabezpieczenia w przypadku FRP o niskiej zmienności NAV wynosił poniżej 43 % dla 25. percentyla i 54 % dla 75. percentyla. Z danych tych wynika, że w zdecydowanej większości FRP o niskiej zmienności NAV (75 %) średnia WLA przekraczała 43 %. Podobne ustalenia można odnieść do innych kategorii FRP i ich odpowiednich DLA.

Tabela 2: Rozkład DLA i WLA według rodzaju FRP w okresie sześciu lat (w % NAV FRP)

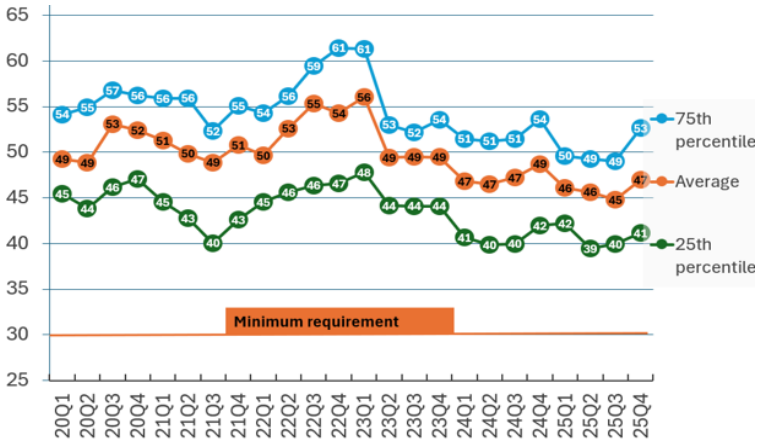
		Rodzaj FRP			
		FRP o stałej NAV	**FRP o niskiej zmienności NAV**	**Krótkoterminowy FRP o zmiennej NAV**	**Standardowy FRP o zmiennej NAV**
DLA	**25. percentyl**	24 %	25 %	11 %	8 %
	Średnia	40 %	33 %	22 %	15 %
	75. percentyl	53 %	38 %	28 %	18 %
WLA	**25. percentyl**	41 %	43 %	22 %	16 %
	Średnia	59 %	50 %	35 %	24 %
	75. percentyl	76 %	54 %	43 %	28 %

Źródła: Komisja Europejska na podstawie danych ESMA za okres od I kwartału 2020 r. do IV kwartału 2025 r.

Fakt, że większość unijnych FRP utrzymuje zabezpieczenia przed utratą płynności znacznie powyżej minimalnych wymogów określonych w rozporządzeniu w sprawie FRP, wynika z ogólnie ostrożnego podejścia przyjętego przez unijne FRP, opartego na ścisłym nadzorze, kontroli inwestorów (ułatwionej przez wymogi dotyczące przejrzystości określone w rozporządzeniu w sprawie FRP) i zwiększonej wrażliwości na ryzyko utraty reputacji. Zachowanie to utrzymuje się na stosunkowo stabilnym poziomie z pewnymi wahaniami (zob. wykres 1 dotyczący FRP o niskiej zmienności NAV i załącznik I). Na wykresie 1 pokazano, że najniższy poziom odnotowany w latach 2020–2025 odpowiadał średniemu

poziomowi zabezpieczenia przed utratą płynności wynoszącemu 45 %, przy czym wartość 25. percentyla nigdy nie spadła poniżej średniej wynoszącej 40 % (II kw. 2025 r.).

Wykres 1: Tendencje w rozkładzie WLA w przypadku FRP o niskiej zmienności NAV



Źródło: Komisja Europejska, na podstawie danych ESMA za okres od I kwartału 2020 r. do IV kwartału 2025 r.
Uwaga: tendencje dotyczące średniej wartości WLA oraz 25. i 75. percentyla WLA (jako wartość procentowa NAV) w przypadku wszystkich FRP o niskiej zmienności NAV.

Podobne wzorce obserwuje się w przypadku innych wymogów ilościowych określonych w rozporządzeniu w sprawie FRP, co wskazuje na ostrożne podejście stosowane w całym sektorze FRP. Na przykład poziomy WAL utrzymywały się znacznie poniżej mających zastosowanie maksymalnych progów regulacyjnych. W przypadku FRP o stałej NAV, FRP o niskiej zmienności NAV i krótkoterminowych FRP o zmiennej NAV średnia i mediana poziomów WAL wahały się zasadniczo od 40 do 65 dni, podczas gdy maksymalny próg regulacyjny wynosił 120 dni. Oznacza to, że terminy zapadalności aktywów są średnio dwukrotnie lub trzykrotnie krótsze niż limit regulacyjny, **co umożliwia szybszy zwrot i przyczynia się do uzupełnienia zabezpieczeń przed utratą płynności**. Standardowe FRP o zmiennej NAV wykazywały wyższe poziomy WAL, przy czym średnie i mediany wynosiły około 110–125 dni, czyli znacznie poniżej limitu regulacyjnego wynoszącego 360 dni[7].

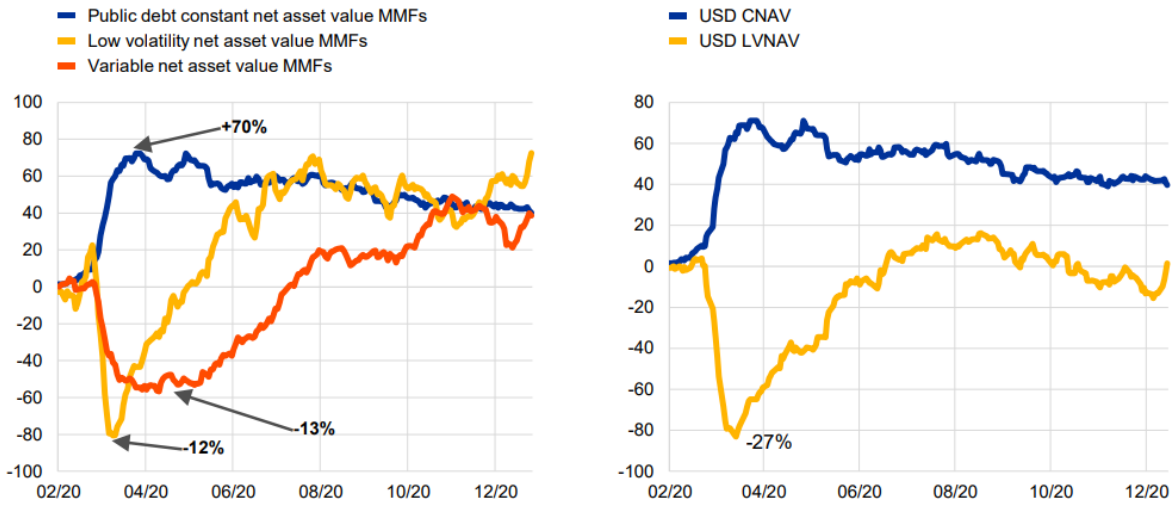
Kluczowe ustalenie 2: FRP utrzymują różne poziomy zabezpieczeń przed utratą płynności ze względu na swoje odrębne cechy oraz różny stopień narażenia na potencjalne szoki płynnościowe

FRP zazwyczaj funkcjonują przy zabezpieczeniach przekraczających minimalne progi regulacyjne, chociaż mogą się one różnić. Wynika to z faktu, że FRP różnią się między sobą pod względem cech, w tym kategorii (FRP o zmiennej NAV, FRP o niskiej zmienności NAV lub FRP o stałej NAV), waluty, struktury bazy inwestorów oraz sposobów zastosowania (zob. załącznik II). Są one zatem narażone na różny stopień potencjalnych szoków płynnościowych. Nawet FRP podobnego rodzaju i o podobnej walucie nie są tak samo podatne na szoki płynnościowe.

W tym względzie FRP doświadczyły średnio wstrząsów związanych z umorzeniem podczas zdarzenia rynkowego związanego z pandemią COVID-19 (zob. wykres 2), **które można było opanować dzięki ich zabezpieczeniom przed utratą płynności**. Z wykresu 2 wynika, że w ciągu jednego miesiąca FRP o zmiennej NAV odnotowały wycofanie środków na poziomie około 13 % w porównaniu z minimalnym tygodniowym zabezpieczeniem przed utratą płynności wynoszącym 15 %. FRP o niskiej zmienności NAV odnotowały wypływy wynoszące około 12 %, przy czym w przypadku funduszy denominowanych w USD wypływy te wzrosły do 27 %, w porównaniu z tygodniowym zabezpieczeniem przed utratą płynności wynoszącym 30 %. Natomiast FRP o stałej NAV odnotowały znaczne wpływy w początkowej fazie pandemii COVID-19.

[7] Sprawozdanie ESMA w sprawie FRP (2023 r.) i Crane Data.

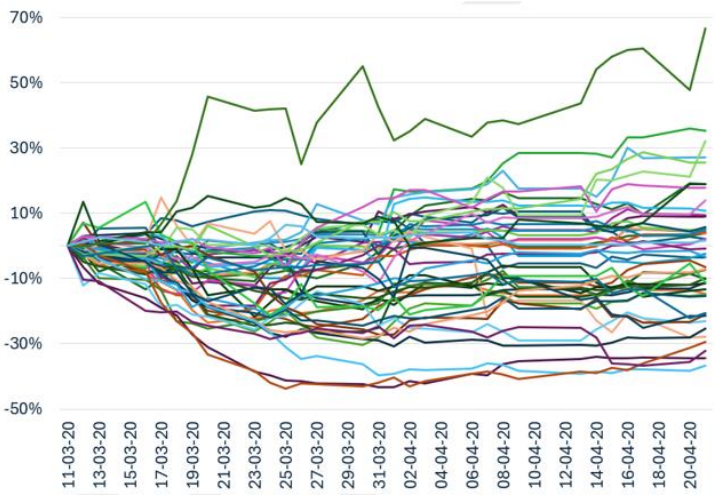
Wykres 2: Skumulowane przepływy netto w FRP na początku zdarzenia rynkowego związanego z pandemią COVID-19



Źródła: sprawozdanie ERRS, lipiec 2021 r., „Issues note on systemic vulnerabilities of and preliminary policy considerations to reform money market funds"[Nota dotycząca słabości systemowych funduszy rynku pieniężnego (FRP) oraz wstępnych rozważań politycznych na temat ich reformy].
Uwaga: skumulowane dzienne przepływy netto w podziale na rodzaje FRP i wyrażone w mld EUR (oś y). Wartości dodatnie oznaczają subskrypcje netto, natomiast wartości ujemne oznaczają umorzenia netto. Wartości procentowe przedstawiają przepływy środków w stosunku do wartości aktywów netto każdego rodzaju funduszu.

Jeżeli chodzi o FRP o niskiej zmienności NAV w USD, podczas zdarzenia rynkowego związanego z pandemią COVID-19 doświadczyły one znacznego wstrząsu związanego z umorzeniem. Wpływ tego wstrząsu w obrębie tej grupy FRP był jednak bardzo nierównomierny – 6 % funduszy odnotowało skumulowane wypływy netto przekraczające 30 %, podczas gdy 10 % nie odnotowało żadnego umorzenia. Między tymi dwoma skrajnościami zaobserwowano różne pośrednie poziomy wpływów lub wypływów, jak wskazano na wykresie 3. Linie te przedstawiają skumulowane przepływy netto poszczególnych FRP o niskiej zmienności NAV w USD w okresie około pięciu tygodni od zdarzenia rynkowego związanego z pandemią COVID-19.

Wykres 3: Skumulowane przepływy poszczególnych FRP o niskiej zmienności NAV w USD podczas zdarzenia rynkowego związanego z pandemią COVID-19



Źródła: Crane Data i właściwe organy krajowe.
Uwaga: każda linia przedstawia skumulowane przepływy netto jako wartość procentową NAV (oś y) FRP o niskiej zmienności NAV w USD, których NAV przekracza 1 mld EUR. Wartości dodatnie oznaczają subskrypcje netto, natomiast wartości ujemne oznaczają umorzenia netto. Przykłady te pokazują, że choć w przypadku FRP o niskiej zmienności NAV w USD obserwowano znaczne umorzenia podczas zdarzenia rynkowego związanego z pandemią COVID-19, wpływ tego zjawiska był nierównomierny w FRP tego rodzaju.

2.2 W jaki sposób FRP realizują zlecenia umorzenia

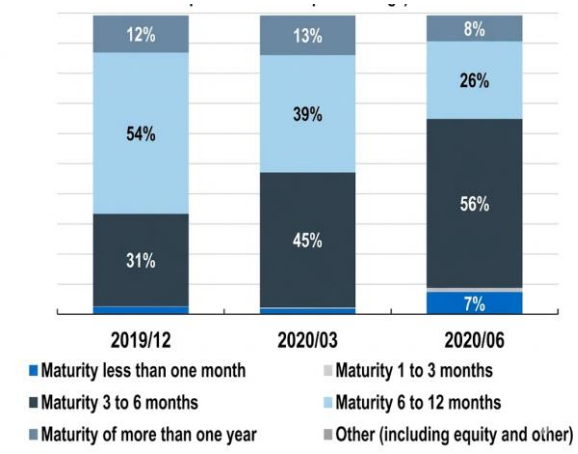
Skrajne warunki rynkowe, na przykład podczas pandemii COVID-19 i zdarzeń rynkowych związanych z funduszami opartymi na zobowiązaniach (LDI), zapewniają cenny wgląd w dynamikę zarządzania płynnością w takich warunkach. Komisja przeanalizowała zdolność FRP do uzupełnienia zabezpieczeń przed utratą płynności, w tym w skrajnych warunkach rynkowych. Opierając się na obszernych zbiorach danych, w analizie tej skupiono się na dwóch poziomach: 1) całym rynku oraz 2) szczegółowym przeglądzie FRP, które doświadczyły najpoważniejszych szoków płynnościowych.

Kluczowe ustalenie 3: FRP są w stanie uzupełnić zabezpieczenia przed utratą płynności pod silną presją umorzeniową, w tym w skrajnych warunkach rynkowych

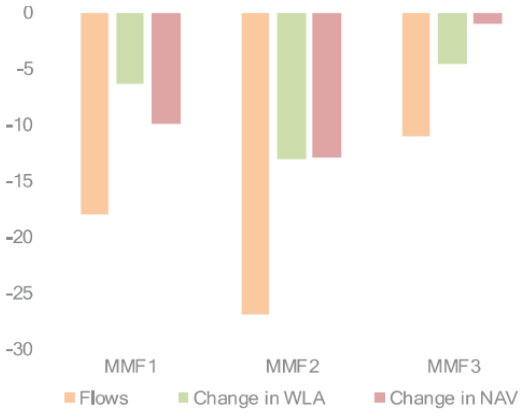
W normalnych warunkach rynkowych FRP zazwyczaj utrzymują i uzupełniają zabezpieczenia przed utratą płynności za pośrednictwem „operacji mechanicznych". Osiąga się to nie tylko dzięki odnawialnym cyklom wprowadzania wysokiej jakości aktywów o krótkim terminie zapadalności (papierów dłużnych przedsiębiorstw/certyfikatów depozytowych/bonów skarbowych[8]), reinwestowaniu środków pieniężnych w nowe aktywa o krótkim terminie zapadalności, ale również dzięki transakcjom na rynku wtórnym oraz wykorzystaniu zabezpieczonego finansowania typu overnight (np. umów z otrzymanym przyrzeczeniem odkupu), które można codziennie zwiększać lub zmniejszać. Proces ten jest regulowany i nadzorowany na podstawie surowych wymogów dotyczących terminów zapadalności określonych w rozporządzeniu w sprawie FRP, w szczególności WAL, który ogranicza średni termin zapadalności aktywów FRP ogółem oraz termin zapadalności poszczególnych aktywów (zob. tabela 1).

W skrajnych warunkach rynkowych FRP „uzupełniają" zabezpieczenia w drodze zastępowania operacji mechanicznych tzw. „operacjami defensywnymi". W miarę przyspieszania realizacji umorzeń i pogarszania się płynności na rynku wtórnym zarządzający FRP aktywnie przyspieszają generowanie środków pieniężnych przez upłynnianie posiadanych aktywów i zmniejszenie ekspozycji na ceny rynkowe (zob. wykres 4). W tym celu dostosowują oni strukturę portfela, aby zmniejszyć WAM (wrażliwość na cenę rynkową) i WAL (średni termin zapadalności)[9] przez skoncentrowanie reinwestycji na najbardziej płynnych obligacjach o najkrótszym czasie trwania. Umożliwia to FRP zwiększenie tempa przywracania zabezpieczeń przed utratą płynności. Na wykresie 3 przedstawiono rozwój portfeli obligacji FRP przed pandemią COVID-19 i na jej początku. Wynika z niego, że w okresie od grudnia 2019 r. do czerwca 2020 r. w całym sektorze udział w portfelu obligacji o krótszych terminach zapadalności (3–6 miesięcy) wzrósł niemal dwukrotnie.

Wykres 4: Zmiany struktury długu FRP



Wykres 5: Zależność między WLA a odchyleniem NAV



[8] FRP inwestują w instrumenty krótkoterminowe, takie jak papiery dłużne przedsiębiorstw, certyfikaty depozytowe i bony skarbowe, aby zapewnić inwestorom płynne zyski o niskim ryzyku.

[9] Ryzyko rynkowe jest proporcjonalne do czasu trwania obligacji. Dzięki skróceniu terminu zapadalności obligacji znajdujących się w portfelach FRP portfele te są mniej narażone na ryzyko rynkowe podczas przekształcania obligacji w środki pieniężne w krótszym czasie.

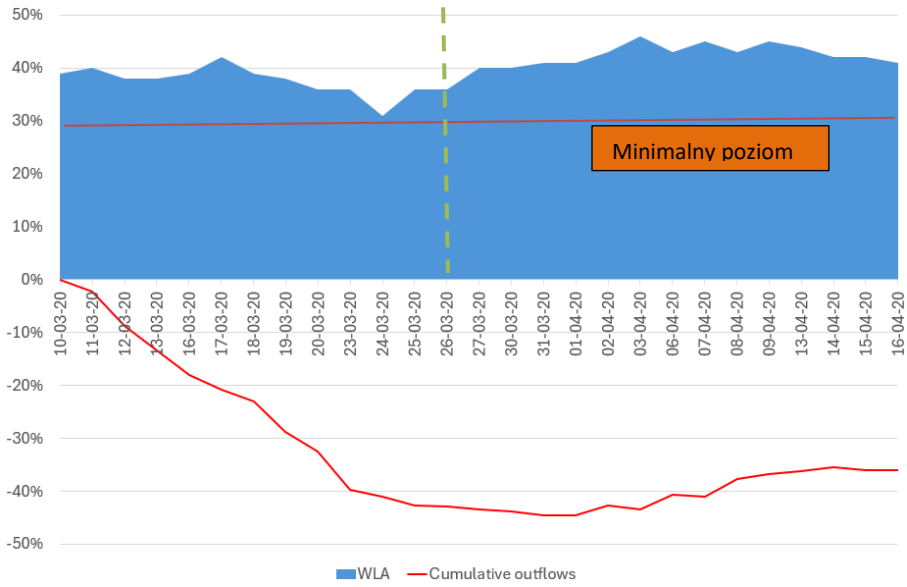
Źródło: EFAMA, European MMFs in the Covid-19 market turmoil [Europejskie FRP podczas zamieszania na rynku związanego z pandemią COVID-19], listopad 2020.
Uwaga: podział zadłużenia w portfelu FRP według terminów zapadalności, wyrażony jako wartość procentowa aktywów FRP ogółem.

Źródło: sprawozdanie ESMA, Vulnerabilities in money market funds [Podatność na zagrożenia funduszy rynku pieniężnego], 2021.
Uwaga: 7-dniowe przepływy netto, WLA jako wartość procentowa NAV i odchyleń NAV (w punktach bazowych), na dzień 25 marca 2020 r.

Na poziomie poszczególnych FRP analiza funduszy, które musiały sprostać zleceniom umorzenia znacznych pakietów jednostek uczestnictwa lub udziałów, wykazała podobny schemat: fundusze te priorytetowo traktowały kwestię utrzymania płynności i, po wyczerpaniu zabezpieczeń przed utratą płynności, były w stanie szybko je odbudować (zob. wykres 6 oraz załącznik I). Ogólnie rzecz biorąc, wstrząsy związane z umorzeniem, których doświadczyły poszczególne FRP, były mniejsze niż kwota utrzymywanych zabezpieczeń przed utratą płynności, co umożliwiło funduszom szybkie realizowanie zleceń umorzenia. Na wykresie 6 przedstawiono przykład jednego FRP o niskiej zmienności NAV, który odnotował wyjątkowo dużą liczbę umorzeń, oraz sposób, w jaki utrzymywał tygodniowe zabezpieczenia przed utratą płynności powyżej minimalnych progów regulacyjnych w okresie odniesienia. Pomimo wypływu wynoszącego 45 % w tym okresie poziom WLA nie spadł poniżej 30 %[10].

Należy zauważyć, że FRP o niskiej zmienności NAV utrzymywały swoje zabezpieczenia WLA przez amortyzację portfela lub sprzedaż aktywów, w kontekście większych różnic pomiędzy ceną kupna a ceną sprzedaży. Mogło to spowodować odchylenia NAV, w szczególności w przypadku sprzedaży mniej płynnych aktywów, takich jak papiery dłużne przedsiębiorstw i certyfikaty depozytowe. Te odchylenia NAV przedstawiono na wykresie 5. Utrzymanie zabezpieczeń WLA mogło zatem wymagać sprzedaży mniej płynnych aktywów, co przyczyniało się do odchyleń NAV.

Wykres 6: Przykład najbardziej pesymistycznego scenariusza FRP o niskiej zmienności NAV w warunkach silnego szoku płynnościowego



Źródła: Crane Data i właściwe organy krajowe.
Uwaga: przykład FRP o niskiej zmienności NAV, który odnotowuje znaczące wypływy, ilustrujący wpływ na WLA oraz późniejszą odbudowę płynności. Zob. inne przykłady w załączniku I.

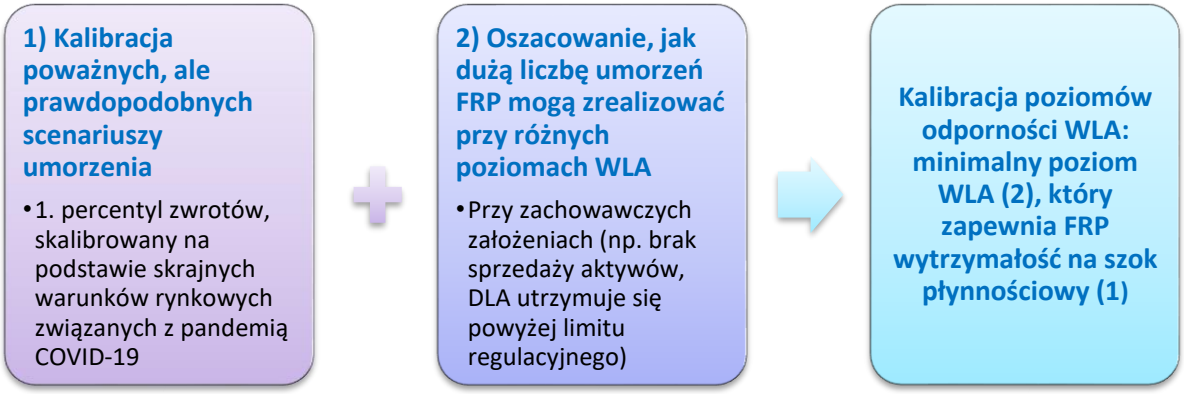
[10] Należy zauważyć, że sektor wspierała również interwencja banku centralnego na rynkach papierów dłużnych przedsiębiorstw, która pomagała uniknąć dalszych reperkusji dla FRP znajdujących się pod presją.

3 OCENA ODPOWIEDNICH POZIOMÓW ODPORNOŚCI RYNKU FRP

W niniejszej sekcji przeanalizowano odporność sektora unijnych FRP na znaczny wzrost liczby zleceń umorzenia. Jak omówiono w poprzednich sekcjach, zabezpieczenia przed utratą płynności odgrywają kluczową rolę w realizacji zleceń umorzenia, zwłaszcza w okresach, w których rynki krótkoterminowe mogą być niepłynne. Aby przeprowadzić tę analizę, Komisja obliczyła minimalny poziom WLA („poziom odporności WLA"), który – jeżeli zostanie utrzymany przez FRP – umożliwi im realizację dużej liczby zleceń umorzenia, przy jednoczesnym utrzymaniu DLA powyżej minimalnego progu regulacyjnego.

Metodykę podsumowano poniżej, a odpowiednie dane przedstawiono w załączniku III.

Kluczowe etapy metodyki stosowanej do kalibracji poziomu odporności WLA



Kluczowe ustalenie 4: Aby sprostać skrajnym warunkom rynkowym, poziomy odporności WLA wynoszące 40 % w przypadku FRP o stabilnej NAV i 20 % w przypadku FRP o zmiennej NAV są zasadniczo wystarczające.

Z analizy tej wynika, że poziomy odporności WLA wynoszące 40 % w przypadku FRP o stabilnej NAV i 20 % w przypadku FRP o zmiennej NAV są zasadniczo wystarczające, aby sprostać skrajnym warunkom rynkowym (zob. również załącznik III). Dokładniej rzecz ujmując, utrzymywanie WLA na tym poziomie odporności lub powyżej tego poziomu umożliwiłoby unijnym FRP przetrwanie poważnych wstrząsów związanych z umorzeniem bez gwałtownej wyprzedaży aktywów, przy jednoczesnym utrzymaniu DLA powyżej minimalnych progów regulacyjnych. Utrzymywanie DLA powyżej progu minimalnego pomaga zapewnić natychmiastową płynność na potrzeby umorzeń, zwłaszcza w okresach występowania warunków skrajnych, w których FRP mogą otrzymywać zlecenia umorzenia przez kilka kolejnych dni.

Oznacza to, że **z perspektywy całego rynku** jednolite stosowanie tych poziomów odporności zwiększy zdolność unijnych FRP do sprostania skrajnym warunkom rynkowym oraz ograniczenia rozprzestrzeniania się wstrząsów na pozostałą część systemu finansowego i gospodarkę.

Komisja uważa zatem, że te poziomy odporności WLA mogłyby służyć jako praktyczne punkty odniesienia w zakresie zarządzania ryzykiem płynności. Z perspektywy nadzorczej mogłyby one również pełnić rolę wskaźników wczesnego ostrzegania i skłaniać właściwe organy krajowe do ściślejszego monitorowania lub zwiększonego zaangażowania w działania nadzorcze, gdy FRP działają stale poniżej określonych poziomów odporności. W związku z tym te **poziomy odporności WLA można by wykorzystać do identyfikowania sytuacji, które wymagają większej uwagi ze strony zarządzających FRP, w szczególności ich zespołów ds. zarządzania ryzykiem, oraz zwiększonego**

zaangażowania właściwych organów krajowych w działania nadzorcze wobec zarządzających FRP.

Należy podkreślić, że wiele FRP prawdopodobnie nie doświadczy wstrząsów związanych z umorzeniem o skali wykorzystywanej do kalibracji poziomów odporności WLA. Jak wynika z niniejszego sprawozdania, FRP nie są jednorodne; ich skłonność do radzenia sobie z szokami płynnościowymi zależy od specyficznych cech oraz bazy inwestorów. Ponadto kalibracja poziomów odporności WLA opiera się na ostrożnych założeniach, w szczególności na założeniu, że DLA nie stosuje się po osiągnięciu minimalnego progu regulacyjnego.

W związku z tym **ustanowienie określonych poziomów odporności WLA jako nowych wiążących minimalnych progów regulacyjnych nie jest proporcjonalne, biorąc pod uwagę różnorodność sektora FRP i rodzajów funduszy (kluczowe ustalenie 2).** Komisja uważa natomiast, że te poziomy odporności WLA mogą służyć jako wskaźniki referencyjne w zakresie nadzoru i zarządzania ryzykiem oraz wspierać zarządzających FRP i właściwe organy krajowe w identyfikowaniu sytuacji, które mogą wymagać ściślejszego monitorowania i zwiększonego zaangażowania w działania nadzorcze.

4 WNIOSKI

Ustalenia zawarte w niniejszym sprawozdaniu mają służyć jako podstawa poprawy zarządzania płynnością przez zarządzających FRP i nadzoru nad FRP sprawowanego przez właściwe organy krajowe. Z ustaleń zawartych w sekcji 2 wynika, że poziomy płynności w całym sektorze są zróżnicowane, chociaż na ogół znacznie przekraczają minimalne progi regulacyjne określone w rozporządzeniu w sprawie FRP. Ponadto sektor FRP co do zasady zarządzał ryzykiem płynności w sposób odpowiedzialny, zarówno na bieżąco, jak i w okresach skrajnych warunków rynkowych.

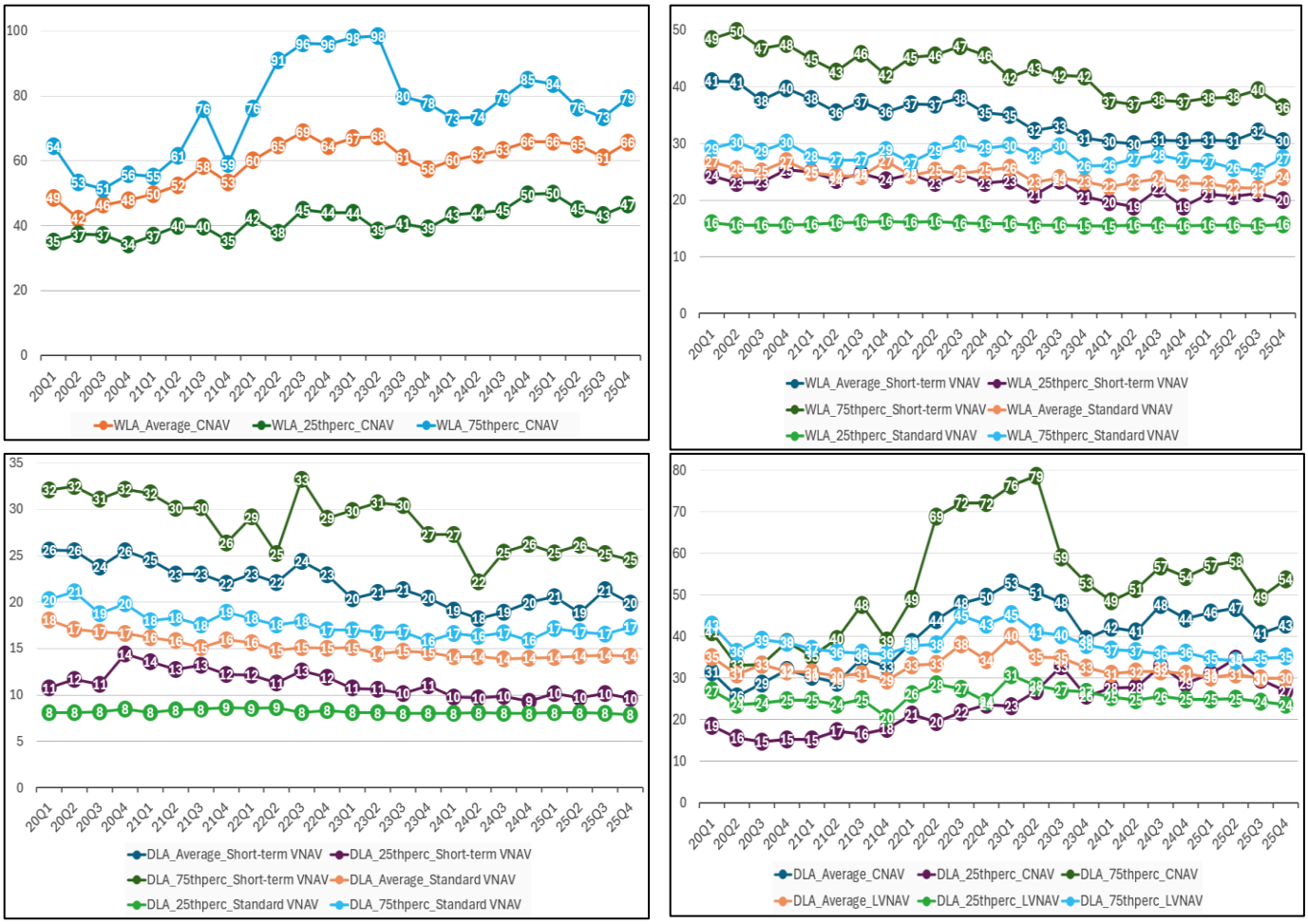
Ustalenia zawarte w sekcji 3 wskazują, że określone poziomy odporności WLA mogą służyć jako wskaźniki referencyjne w zakresie nadzoru i zarządzania ryzykiem płynności, poniżej których należy w uzasadniony sposób zwiększyć intensywność kontroli w ramach funkcji zarządzania ryzykiem FRP i przez zarządzających tymi funduszami oraz wzmocnić kontrolę nadzorczą i zaangażowanie właściwych organów krajowych, aby zapewnić odporność całego rynku.

5 ZAŁĄCZNIK I: POZIOMY ZABEZPIECZEŃ PRZED UTRATĄ PŁYNNOŚCI

5.1 Dane statystyczne dotyczące poziomów zabezpieczeń przed utratą płynności

Na wykresie I.1 przedstawiono dane statystyczne dotyczące poziomów zabezpieczeń przed utratą płynności, z których wynika, że FRP utrzymują płynność powyżej minimalnych progów regulacyjnych, oraz które ilustrują, w jaki sposób te poziomy zmieniają się w czasie.

Wykres I.1: Poziomy WLA i DLA

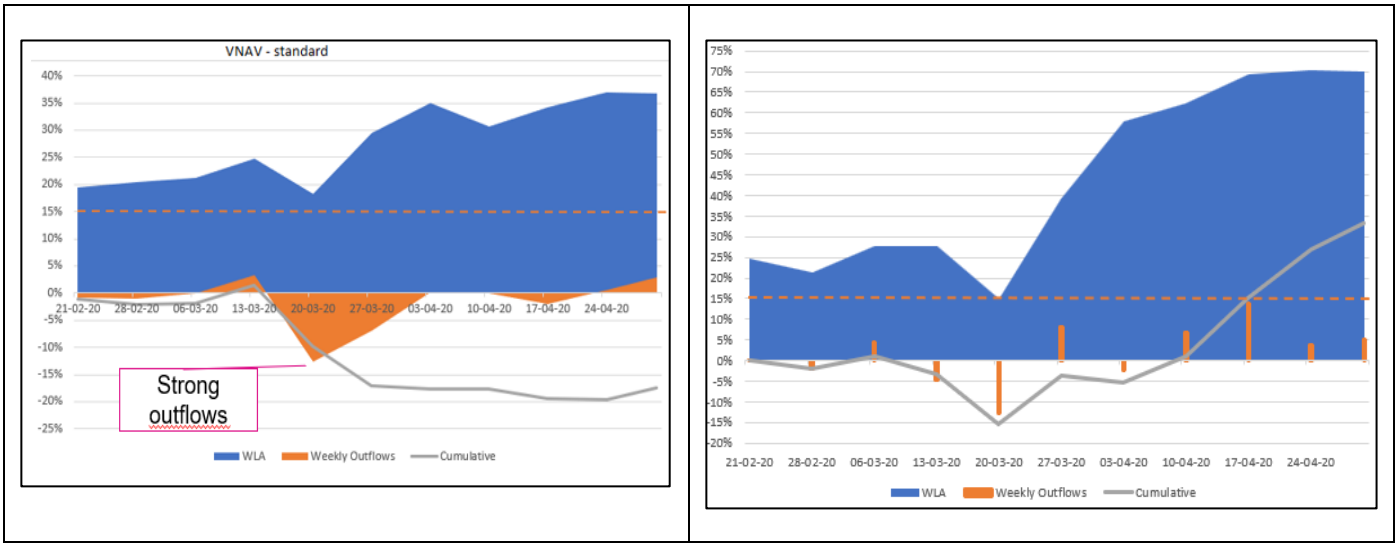


Źródło: Komisja Europejska, na podstawie danych ESMA za okres od I kwartału 2020 r. do IV kwartału 2025 r.
Uwaga: tendencje dotyczące średniej wartości WLA oraz 25. i 75. percentyla WLA (jako wartość procentowa NAV) w przypadku wszystkich FRP o niskiej zmienności NAV.

5.2 Przykłady FRP, które doświadczają dużych wstrząsów związanych z umorzeniem

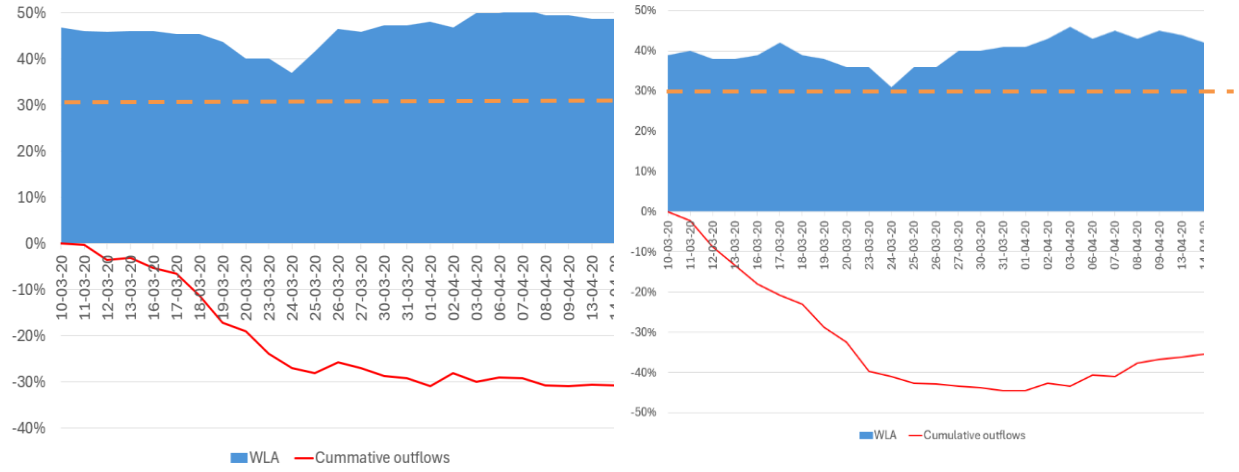
Uzupełnienie zabezpieczeń przed utratą płynności przeanalizowano przez skupienie uwagi na 10 % funduszy, które odnotowały największe wypływy. W analizie wykorzystano dane nadzorcze pochodzące od właściwych organów krajowych, inne źródła danych, komunikaty dotyczące zarządzania płynnością w skrajnych warunkach rynkowych oraz zmiany w strukturze portfela. Wyłonił się spójny schemat: nawet wśród funduszy o najwyższych wypływach FRP były w stanie odbudować zabezpieczenia przed utratą płynności w stosunkowo krótkim czasie po okresie występowania warunków skrajnych.

Wykres I.2: Przykłady uzupełnienia zabezpieczeń przed utratą płynności dwóch FRP o zmiennej NAV w przypadku zleceń umorzenia znacznych pakietów jednostek uczestnictwa lub udziałów



Źródła: Crane Data i właściwe organy krajowe.
Uwaga: przykład dwóch FRP o zmiennej NAV, które odnotowują znaczne wypływy, ilustrujący wpływ na WLA i późniejszą odbudowę zabezpieczeń przed utratą płynności. Minimalny poziom 15 % przedstawiono jako linię przerywaną.

Wykres I.3: Uzupełnienie zabezpieczeń przed utratą płynności w przypadku zleceń umorzenia znacznych pakietów jednostek uczestnictwa lub udziałów



Źródła: Crane Data i właściwe organy krajowe.
Uwaga: przykład dwóch FRP o niskiej zmienności NAV, które odnotowują znaczne wypływy, ilustrujący wpływ na WLA i późniejszą odbudowę zabezpieczeń przed utratą płynności. Minimalny poziom 30 % przedstawiono jako linię przerywaną.

6 ZAŁĄCZNIK II: REALIZACJA UMORZEŃ W SKRAJNYCH WARUNKACH RYNKOWYCH

6.1 Napięcia rynkowe na początku pandemii COVID-19

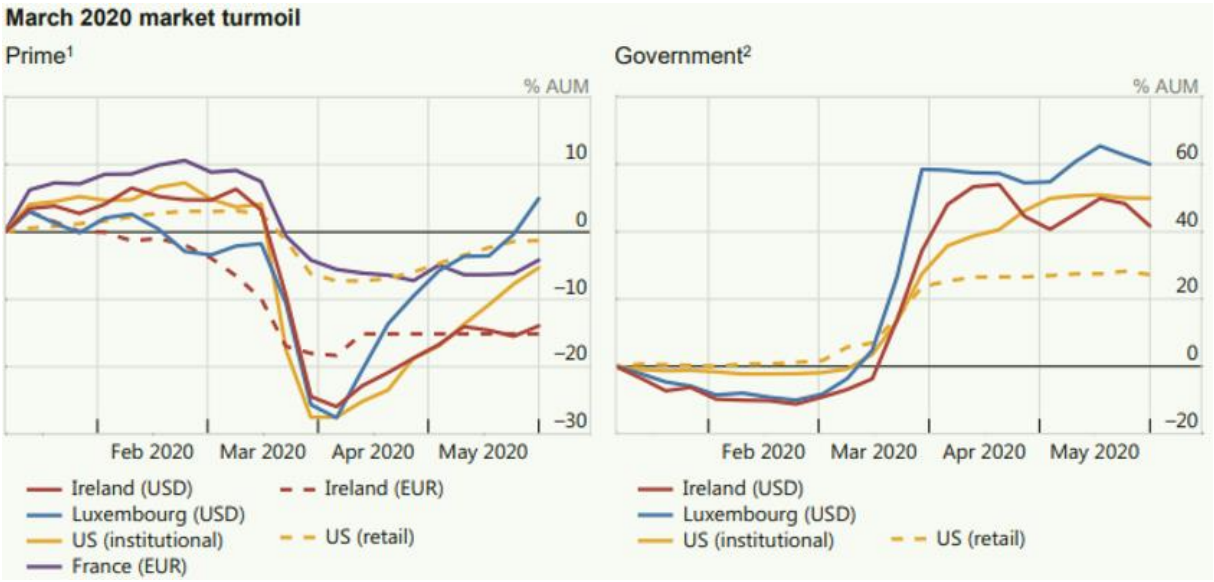
6.1.1 Ogólny wpływ na rynek

Rozwój zdarzeń rynkowych wywołanych pandemią COVID-19 nastąpił w lutym 2020 r., w miarę jak narastały obawy dotyczące globalnego rozprzestrzeniania się wirusa, a rynki finansowe zaczęły przeszacowywać ryzyko. Wpływ tych zdarzeń na FRP uwidocznił się jednak głównie w połowie marca 2020 r. i utrzymywał się do czerwca 2020 r., kiedy zaobserwowano skrajne warunki rynkowe.

W ciągu 15 dni, począwszy od połowy marca, inwestorzy w niektóre FRP zwiększyli popyt na płynność, w szczególności wobec FRP o niskiej zmienności NAV denominowanych w USD, które doświadczyły znacznej presji umorzeniowej (około 18 % i 30 % tych segmentów rynku).

W pierwszych tygodniach marca 2020 r. FRP o niskiej zmienności NAV denominowane w USD odnotowały największe i najbardziej długotrwałe wypływy ze wszystkich europejskich krótkoterminowych FRP. Wynikało to z faktu, że oprócz umorzeń związanych z zapotrzebowaniem na środki pieniężne inwestorzy skierowali zainteresowanie na FRP długu publicznego o stałej NAV w UE.

Wykres II.1: Skumulowane przepływy w FRP w 2020 r.



Źródło: Rada Stabilności Finansowej, „Policy proposals to enhance MMF resilience" [Propozycje polityczne mające na celu zwiększenie odporności FRP], październik 2021.

6.1.2 Nierównomierne skutki i reakcje w poszczególnych FRP

Wielkość zleceń umorzenia i zachowanie inwestorów w normalnych i skrajnych warunkach znacznie się różnią w zależności od FRP. Reakcje i zachowania są podyktowane różnymi czynnikami, głównie bazą inwestorów i jej strukturą oraz celem inwestycji (zob. poniżej), wielkością kluczowych inwestorów i profilem inwestorów. Innym decydującym czynnikiem jest rodzaj FRP (FRP o zmiennej NAV, FRP o niskiej zmienności NAV, FRP o stałej NAV).

Chociaż klasyfikacja i waluta funduszy są oczywiście głównymi wyznacznikami, nawet bardzo podobne kategorie doświadczyły znacznie zróżnicowanych wstrząsów w okresie kryzysu związanego z COVID-19 i po jego zakończeniu. Różnice te przedstawiono na wykresie 3.

Z wykresów 2 i 3 wynika, że, ogólnie rzecz biorąc, na początku pandemii COVID-19 FRP o niskiej zmienności NAV w USD doświadczyły znacznego wstrząsu związanego z umorzeniem. Wpływ ten był jednak bardzo nierównomierny w poszczególnych funduszach. Mniej niż 6 % FRP o niskiej zmienności NAV odnotowało skumulowane wypływy przekraczające 30 % ich NAV.

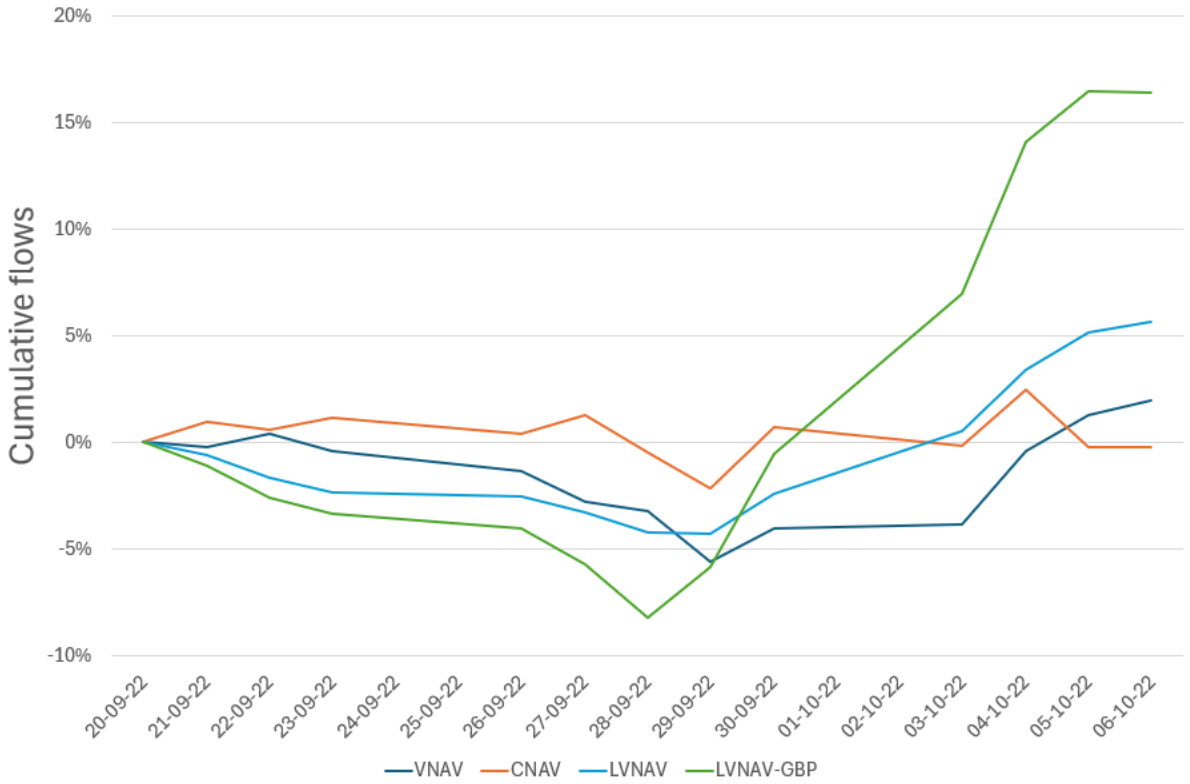
Jedną z przyczyn tej różnorodności są różne sposoby wykorzystania funduszy przez inwestorów**.** Trzy reprezentatywne „ekstremalne" przykłady ilustrują, w jaki sposób ten sam FRP może doświadczać bardzo różnych wzorców umorzeń w zależności od bazy inwestorów i ich zachowania w różnych sytuacjach rynkowych.

1) **Wykorzystanie FRP jako narzędzia zarządzania płynnością/instrumentu „płatności" (przewidywalny cykl):** niektórzy inwestorzy instytucjonalni wykorzystują FRP o zmiennej NAV jako **koszyki środków pieniężnych na potrzeby transakcji**, np. środki pieniężne są inwestowane w miarę pobierania składek/premii, a następnie umarzane w **przewidywalnym terminie** (np. w związku z cyklami wypłat emerytur). W takiej sytuacji wypływy są często **zaplanowane i można je prognozować**, w związku z czym wszelki spadek płynności stanowi raczej planowane wahania niż panikę. Podobnymi przykładami są systemy emerytalne o regularnych wpływach (składkach) i okresowych wypływach (wypłatach świadczeń), które tworzą przewidywalne schematy przepływów środków pieniężnych.
2) **Wykorzystanie FRP jako zabezpieczenia/instrumentu wsparcia płynności na potrzeby wezwań do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego (schemat potencjalnie podobny do zjawiska nagłych spadków):** jeżeli FRP wykorzystuje się jako **zabezpieczenie rezerw płynności** (bezpośrednio lub pośrednio) na potrzeby instrumentów pochodnych, transakcji repo lub związanego z LDI zapotrzebowania na depozyty zabezpieczające, siłą napędową umorzeń mogą być **zmiany rynkowe i związane z nimi wezwania do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego**. W przypadku funduszy LDI stosujących dźwignię finansową potrzeby w zakresie zabezpieczenia mogą szybko rosnąć wraz ze wzrostem rentowności (odzwierciedlającym straty według wartości rynkowej), co prowadzi do drastycznego wzrostu zapotrzebowania na środki pieniężne ze strony wielu uczestników rynku jednocześnie. W takich okolicznościach inwestorzy mogą umorzyć udziały/jednostki uczestnictwa w FRP w celu realizacji wezwań do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego lub mogą wykorzystać udziały w FRP w przepływach pracy związanych z zarządzaniem zabezpieczeniem, tworząc **bardziej procykliczny i skorelowany popyt na płynność** niż w przypadku „zwykłego" wykorzystania funduszy do celów zarządzania płynnością.
3) **Wykorzystanie FRP w celu łączenia środków pieniężnych innych funduszy zarządzanych przez ten sam podmiot zarządzający aktywami FRP. W tym przypadku zarządzający dysponuje informacjami o przepływach umorzeniowych**.

6.2 Zdarzenie rynkowe związane z LDI

Pod koniec września 2022 r. zaobserwowano gwałtowny wzrost rentowności obligacji skarbowych Zjednoczonego Królestwa i poważne warunki skrajne w odniesieniu do strategii inwestycyjnych opartych na zobowiązaniach (LDI) stosowanych przez fundusze emerytalne. Spowodowało to znaczne straty funduszy LDI według wartości rynkowej, co z kolei skutkowało wezwaniami do uzupełnienia zmiennego depozytu zabezpieczającego. Te wezwania do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego spowodowały nagły i istotny popyt na środki pieniężne, który wywołał skutki uboczne w odniesieniu do FRP denominowanych w GBP, mimo że FRP nie były źródłem tego nagłego, skrajnego popytu na płynność. Niektóre FRP odnotowały szybkie wypływy, w szczególności ze strony inwestorów instytucjonalnych, i zareagowały zwiększając zabezpieczenia przed utratą płynności oraz skracając terminy zapadalności portfela.

Wykres II.2: Wpływ kryzysu związanego z LDI na przepływy w FRP

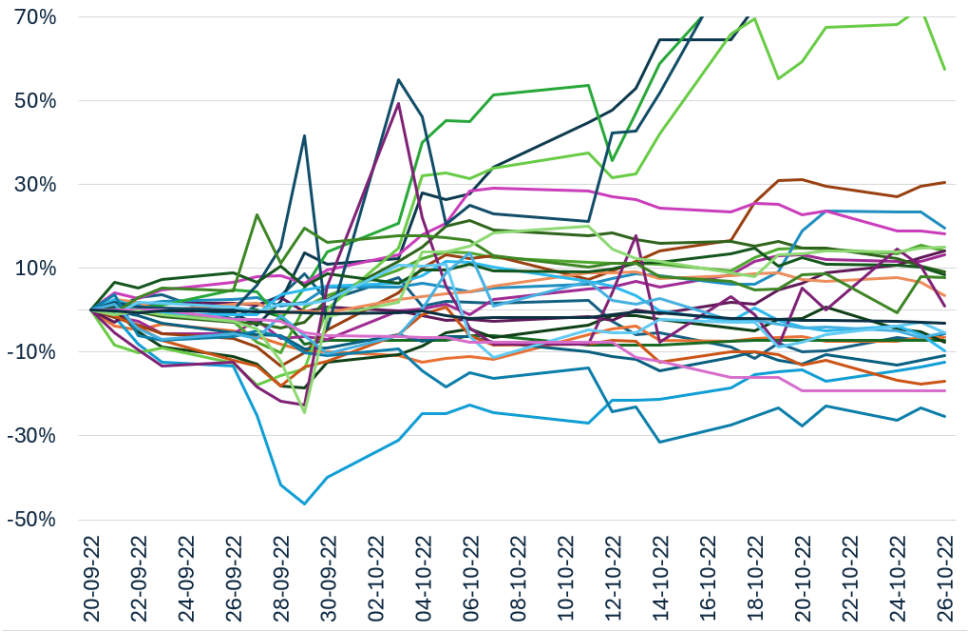


Źródła: Crane Data i właściwe organy krajowe, FRP o NAV przekraczającej 100 mln EUR.
Uwaga: skumulowane przepływy netto według rodzaju FRP, wyrażone jako wartość procentowa NAV.

Reakcje FRP na nagły popyt na płynność ze strony inwestorów podczas zdarzenia rynkowego związanego z LDI były jeszcze wyraźniejsze niż reakcja podczas pandemii COVID-19. Podczas gdy niektóre FRP odnotowały wpływy, inne czasami borykały się z silną presją umorzeniową. Zdarzenie rynkowe związane z LDI miało bardzo zróżnicowany wpływ na FRP o niskiej zmienności NAV denominowane w GBP i obejmowało jedynie niewielką liczbę funduszy, a nie cały sektor.

Ten zróżnicowany wpływ znajduje odzwierciedlenie w rozkładzie wypływów: chociaż w odniesieniu do mediany funduszu odnotowano wypływ tygodniowy na poziomie −9 % (−10 % łącznie), fundusze w dolnym ogonie rozkładu doświadczyły poważnych warunków skrajnych, przy czym w 10. percentylu wypływy tygodniowe wynosiły −21 %, a 1 % funduszy o największych wypływach stracił niemal −37 % w ciągu jednego tygodnia (−42 % łącznie). Ta wyraźna asymetria wskazuje, że warunki skrajne występowały głównie w funduszach w dużym stopniu wykorzystywanych w strategiach LDI jako zabezpieczenia przed utratą płynności w celu realizacji wezwań do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego i zabezpieczenia. Natomiast FRP o niskiej zmienności NAV denominowane w GBP, które służyły szerszym celom w zakresie zarządzania płynnością, o bardziej zdywersyfikowanych bazach inwestorów i mniej bezpośrednim związku z transakcjami wymiany zabezpieczeń lub transakcjami repo dotyczącymi obligacji skarbowych, odnotowały wpływy w tym samym okresie.

Wykres II.3: Tendencje w zakresie NAV, FRP o niskiej zmienności NAV w GBP podczas zdarzenia rynkowego związanego z LDI



Źródła: Crane Data i właściwe organy krajowe.
Uwaga: każda linia przedstawia skumulowane przepływy netto jako wartość procentową NAV (oś y) FRP o niskiej zmienności NAV w GBP, których NAV przekracza 1 mld EUR. Wartości dodatnie oznaczają subskrypcje netto, natomiast wartości ujemne oznaczają umorzenia netto. Przykłady te pokazują, że choć FRP o niskiej zmienności NAV w GBP odnotowały znaczne umorzenia podczas zdarzenia rynkowego związanego z kryzysem dotyczącym LDI, wpływ tego zjawiska był nierównomierny w przypadku tego rodzaju FRP.

7 ZAŁĄCZNIK III: POZIOMY ODPORNOŚCI RYNKU

7.1 Kalibracja wstrząsów związanych z umorzeniem

Przy ocenie wstrząsów związanych z umorzeniem przetestowano kilka modeli z wykorzystaniem różnych źródeł danych (Crane Data, właściwe organy krajowe, Morningstar) i podejść metodycznych, ze szczególnym naciskiem na rozwiązanie problemów związanych z jakością danych i zapewnienie odporności.

Ostatecznie wybrano pierwszy percentyl umorzeń (w % NAV), ponieważ odzwierciedla on poważne, ale prawdopodobne warunki skrajne, a jednocześnie ogranicza wpływ potencjalnych błędów danych lub wartości odstających.

Percentyl ten jest kalibrowany na podstawie zdarzenia rynkowego związanego z pandemią COVID-19, a zatem odzwierciedla wysoce niekorzystny scenariusz. Należy zauważyć, że takie scenariusze mogą nie być realistyczne w przypadku wielu FRP, które korzystają z przewidywalnej bazy inwestorów. To rygorystyczne podejście uznaje się jednak za właściwe w kontekście potencjalnego ryzyka wystąpienia efektu domina, w szczególności efektu domina w odniesieniu do reputacji.

Znaczenie efektu domina można również ocenić w kontekście praktyk opartych na zasadzie „znaj swojego klienta" oraz faktu, że FRP są zobowiązane do regularnego ujawniania informacji inwestorom zgodnie z wymogami regulacyjnymi. Ponadto wielu inwestorów wymaga częstszych i bardziej szczegółowych informacji, co może jeszcze bardziej ograniczyć ryzyko wystąpienia efektu domina.

Tabela III.1: Zakres rozkładu scenariusza umorzeń w odniesieniu do pierwszego percentyla w różnych źródłach danych [min. 1. percentyl, maks. 1. percentyl]

	Okres dzienny	Okres tygodniowy	Okres miesięczny
FRP o zmiennej NAV	[−4 %; −8 %]	[−6 %; −19 %]	[−16 %; −45 %]
- **Standardowy FRP o zmiennej NAV**	[−4 %; −8 %]	[−4 %; −21 %]	[−9 %; −45 %]
- **Krótkoterminowy FRP o zmiennej NAV**	[−3 %; −10 %]	[−6 %; −15 %]	[−17 %; −26 %]
FRP o niskiej zmienności NAV	[−6 %; −11 %]	[−7 %; −28 %]	[−28 %; −45 %]
- **FRP o niskiej zmienności NAV w USD**	[−9 %; −12 %]	[−16 %; −26 %]	[−30 %; −44 %]
- **FRP o niskiej zmienności NAV w GBP**	[−8 %; −11 %]	[−16 %; −30 %]	[−26 %; −47 %]
FRP o stałej NAV	[−5 %; −14 %]	[−4 %; −22 %]	[−1 %; −34 %]
Globalny	[−6 %; −11 %]	[−7 %; −26 %]	[−21 %; −45 %]

Źródła: Crane Data, dane Morningstar, dane właściwych organów krajowych.

7.2 Kalibracja „progów odporności rynku"

Unijne FRP są zasadniczo w stanie wytrzymać wstrząsy związane z umorzeniem określone w sekcji 7.1, co odzwierciedla zróżnicowanie poziomów WLA w całym sektorze. Nadal jednak kluczowe znaczenie ma wprowadzenie solidnego nadzoru i skutecznych systemów zarządzania ryzykiem w celu zapewnienia dostosowania poziomów płynności do specyficznej sytuacji każdego funduszu.

W tym kontekście w niniejszej sekcji skalibrowano poziomy odporności WLA, które – gdyby były stosowane w sposób jednolity jako minimalne wskaźniki referencyjne – pozwoliłyby FRP sprostać skutkom scenariuszy umorzenia skalibrowanych w sekcji 7.1.

Zastosowano metodykę określoną poniżej:

1. W analizie oszacowano liczbę umorzeń, które FRP mogą zrealizować, zanim ich aktywa o płynności dziennej spadną poniżej minimalnego poziomu regulacyjnego. W tym celu uwzględnia się różne poziomy minimalnych WLA i wykorzystuje dane rzeczywiste dotyczące składu i amortyzacji portfela.

2. Aby skalibrować progi odporności WLA, wyniki porównuje się ze scenariuszami umorzenia stosowanymi w odniesieniu do FRP określonych w sekcji 7.1 (zob. tabela III.1). W analizie uwzględniono amortyzację portfela. Stosuje się następujący zachowawczy zestaw założeń:
   - umorzenia realizuje się wyłącznie za pośrednictwem istniejących DLA i WLA, bez sprzedaży aktywów poza aktywami kwalifikującymi się w odniesieniu do DLA i WLA:
   - DLA utrzymuje się powyżej minimalnych wymogów regulacyjnych[11].

Tabela III.2: Scenariusz zachowany do celów kalibracji:

Rodzaj FRP	Okres dzienny	Okres tygodniowy	Okres miesięczny
Standardowy FRP o zmiennej NAV	−8 %	−17 %	−34 %
FRP o stabilnej NAV	−15 %	−30 %	−47 %

Źródła: Crane Data, dane Morningstar, dane właściwych organów krajowych.

Z analizy tej wynika, że poziomy odporności WLA wynoszące od 35 % do 40 % w przypadku FRP o stabilnej NAV i 20 % w przypadku FRP o zmiennej NAV są wystarczające, aby sprostać skrajnym warunkom rynkowym. W szczególności utrzymywanie WLA na tym poziomie odporności lub powyżej tego poziomu umożliwiłoby unijnym FRP przetrwanie (tj. utrzymanie DLA powyżej minimalnych progów regulacyjnych) poważnych wstrząsów związanych z umorzeniem, skalibrowanych w sekcji 7.1.

[11] Jest to ostrożna hipoteza, ponieważ w praktyce FRP mogą zezwolić na tymczasowe obniżenie DLA poniżej minimalnego wymogu regulacyjnego w celu realizacji zleceń umorzenia, a także mogą sprzedawać aktywa lub polegać na wpływach środków pieniężnych.