

## FOCUS · La reforma del mercat de fons monetaris als EUA

El passat 14 d'octubre va entrar en vigor l'última reforma del mercat de fons monetaris dels EUA (d'ara endavant, FMM), la més ambiciosa de les últimes dècades. Una mostra de la importància dels canvis que comporta el nou marc regulador és l'augment considerable dels costos de finançament privats a curt termini, tant corporatius com del sector financer. Des del gener del 2016, el líbor en dòlars a tres mesos i la rendibilitat del paper comercial al mateix termini han repuntat 30 p. b., fins al 0,94% i el 0,88%, respectivament.

Abans de descriure la reforma del marc regulador de l'MFM i de valorar-ne l'impacte, cal repassar breument el funcionament d'aquest mercat i mostrar la importància que ha adquirit per a la bona marxa del sector financer nord-americà.

Els fons del mercat monetari (d'ara endavant, FMM) són vehicles d'inversió que inverteixen en actius de renda fixa a curt termini, que tenen un nivell elevat de liquiditat i un *rating* alt. Actius que compleixen aquests requisits són, per exemple, les lletres del Tresor, alguns títols de deute corporatiu, els certificats de dipòsits o els repos. La dimensió de l'MFM és considerable: 2,9 bilions de dòlars al setembre del 2016, xifra que representa gairebé el 16% del PIB dels EUA. Pel que fa a la seva tipologia, es poden diferenciar dues grans categories: els fons governamentals, que inverteixen en títols de deute públic i d'agències, i els fons *prime*, que ho fan, principalment, en instruments de deute emesos per empreses i per entitats financeres. Al seu torn, les dues categories es classifiquen en funció de la tipologia de l'inversor: institucional o minorista (*retail*, en anglès).

La funció dels FMM és, a grans trets, doble. D'una banda, ofereixen un producte d'estalvi amb un nivell de liquiditat i de seguretat similar al dels dipòsits bancaris, però amb una rendibilitat lleugerament superior. De fet, els FMM fixen un valor liquidatiu (VL) estable, normalment d'un dòlar per participació, tot i que el seu valor de mercat sigui inferior. A més a més, ofereixen la possibilitat de reemborsament immediat del capital. D'altra banda, aquests fons d'inversió s'han convertit en una font molt important de liquiditat per als mercats monetaris. Segons les estimacions de l'FMI, els FMM *prime* cobreixen el 35% de les necessitats de finançament a curt termini de la banca als EUA.

Al mateix temps que la importància d'aquests fons com a proveïdors de finançament ha augmentat, també s'ha incrementat el temor al fet que es converteixin en una font potencial d'inestabilitat financera. En aquest sentit, un dels escenaris que més preocupen al regulador del mercat de valors nord-americà, la SEC, és que es produeixi algun *shock* que alimenti un augment sobtat i generalitzat de les peticions de

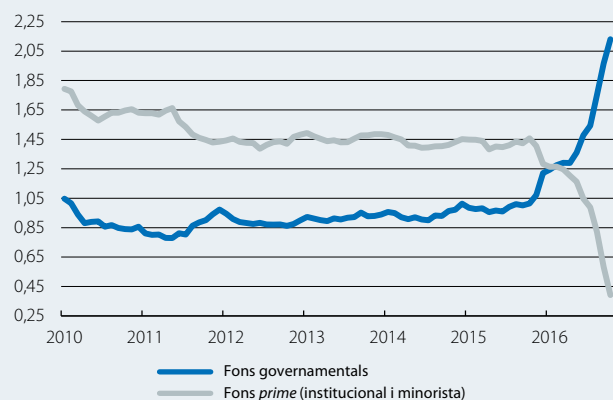
reemborsament dels FMM, ja que això tindria greus conseqüències per a l'estabilitat del sistema financer en general i, en última instància, per al conjunt de l'economia.

Aquest és, precisament, l'escenari que es vol evitar amb l'última reforma del marc regulador de l'MFM. Sota els nous requisits reguladors, els FMM *prime* del segment institucional han d'abandonar el sistema de VL fix i adoptar-ne un de variable que reflecteixi la valoració de mercat dels actius que componen el fons. Addicionalment, els fons *prime* (tant institucionals com minoristes) podran establir comissions de reemborsament de fins al 2% i suspendre de forma temporal els reemborsaments durant períodes d'estrès financer. Els FMM governamentals queden al marge de les noves disposicions del regulador.

L'impacte de la reforma de l'MFM al mercat monetari nord-americà ha estat sigil·lós i intens. Per evitar les fluctuacions dels VL i les potencials comissions i limitacions sobre els reemborsaments, s'ha produït un èxode de més d'1 bilió de dòlars des de fons *prime* cap a fons governamentals. Això ha comportat, *de facto*, una reducció molt notable de la demanda d'actius de renda fixa corporatius i financers. La conseqüència ha estat que, en els últims mesos, els costos de finançament bancaris i corporatius a curt termini han flexionat a l'alça de manera decidida. Tot i que es pot donar per finalitzat el reajustament de fluxos entre fons monetaris, és improbable que, atès el caràcter estructural dels canvis del marc regulador, aquests costos tornin als nivells d'uns mesos enrere. A curt termini, l'enduriment de les condicions financeres derivat d'aquest procés pot originar tensions de curt abast en alguns bancs o en empreses amb més dependència dels FMM. Malgrat tot, això no ha de deslluir l'avanç que representa l'adopció d'aquestes mesures, ja que reforcen la transparència dels FMM i ajuden a mitigar el risc sistèmic.

### EUA: actius dels fons del mercat monetari per tipologia

(Bilions de dòlars)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg i de la Reserva Federal.