



Fondos del mercado monetario

La gran competencia del
sector bancario en EEUU

Autores

Daniel Fernandez



Jon Aldekoa



Los *Money Market Mutual Funds* (MMMMFs), *Money Market Funds* (MMFs) o, en castellano, fondos del mercado monetario son un tipo de Institución de Inversión Colectiva (IIC) cuyo trabajo reside en invertir en activos a corto plazo a cambio de una participación. Estos fondos ofrecen un rendimiento similar a las reservas bancarias o a la deuda pública de corto plazo con unos costes bajos de gestión y por ello tener mayor demanda en épocas de tipos de interés alto. Como las participaciones de estos fondos monetarios son rápidamente redimibles, suelen actuar como sustituto casi perfecto de depósitos bancarios.

En este informe analizaremos el funcionamiento de estos fondos de inversión en Estados Unidos para, posteriormente, analizar la relación entre estos y la fuga de depósitos bancarios que actualmente está ocurriendo en ese país.

1. Historia de los fondos del mercado monetario

Los *Money Market Funds* (MMFs) o fondos del mercado monetario surgen en Estados Unidos. La primera emisión de participaciones de uno de estos fondos ocurrió en 1972, en concreto en el fondo *Reserve Primary Fund*, con la aprobación de la *Securities and Exchange Commission* (SEC) en septiembre de ese mismo año.

Su surgimiento se produce en el contexto de la alta inflación de los años 70 y 80, con la consecuente alza de los tipos de interés por parte de la Fed. A pesar de que los tipos de interés sobrepasaron el 15%, la entonces vigente *Regulation Q* limitaba el tipo de interés sobre los depósitos bancarios que

“
Los fondos del mercado monetario actúan como un sustituto casi perfecto de los depósitos bancarios
”

los bancos comerciales podían remunerar a sus depositantes al 5% y las letras del Tesoro (que eran un medio popular para obtener rendimientos de mercado) estaban sujetas a inversiones mínimas de 10.000 dólares (lo que dejaba fuera a una parte del mercado minorista norteamericano).

Posteriormente, en la década de los 80, como la cuota de mercado de los fondos monetarios creció hasta el 10% de los depósitos bancarios, el sector bancario exigió la liberalización de la política de remuneración de los depósitos, además de atacar a los MMFs por ser una forma de eludir la normativa bancaria. Lo primero lo consiguieron: el límite máximo de remuneración de los depósitos se eliminó en 1986.¹ Lo segundo es obvio que no, los MMFs sobreviven hasta nuestros días permitiendo el acceso a los inversores a tipos de interés competitivos a corto plazo.

Aunque no entran dentro del paraguas protector de la *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), la agencia encargada de asegurar los depósitos bancarios en Estados Unidos, desde su creación se han considerado como una opción de inversión segura y sustitutiva a los depósitos bancarios dado que se diseñaron para imitar sus características siendo muchos los fondos que mantenían fijado el precio de sus participaciones en \$1 o \$100.

Sin embargo, los MMFs también pueden estar expuestos a activos con riesgo crediticio y, ante eventos del mercado, producirse el “*breaking the buck*” o “de-peg”. Esto es, el precio de las participaciones del fondo monetario o *Net Asset Value* (NAV) en inglés, se redujese por debajo del \$1 provocando el equivalente a una corrida bancaria en este tipo de fondos. Aunque poco probable, la quiebra de un fondo monetario ha ocurrido dos veces en Estados Unidos: en 1994 el *Community Bankers Mutual Fund* fue liquidado a un precio de 96 céntimos por dólar y en 2008 el *Reserve Primary Fund* fue liquidado a un precio de 97 céntimos por dólar.

2. Tipos de fondos del mercado monetario

1 Hasta su derogación en 2011 en virtud de la *Dodd-Frank Act*, la *Regulation Q* siguió exigiendo que no se remuneraran los demand deposits, aunque los demás límites máximos terminaron en 1986.

“
Los fondos del mercado monetario se diseñaron para imitar las características de los depósitos bancarios
”

Según los tipos de activos en los que pueden invertir se puede diferenciar 3 tipos de fondos monetarios

1. Government MMFs: Invierten en deuda pública (*US Treasuries*), deuda de agencias (*Agency debt*) y/o repos colateralizados por alguno de los dos activos anteriores.²

2. Prime MMFs: Invierten en deuda privada colateralizada o no (*Asset-backed commercial paper* o *commercial paper*), así como deuda pública (*US Treasuries*) y deuda de agencias (*Agency debt*).

3. Tax-Exempt MMFs: Invierten en deuda municipal (conocidos coloquialmente en Estados Unidos como *munis*) y/o de entidades gubernamentales locales que están exentos del impuesto sobre la renta.

Estos fondos, a su vez, pueden dividirse en *Retail Funds*, aquellos dirigidos a inversores particulares o minoristas, e *Institutional Funds*, aquellos dirigidos a inversores corporativos o institucionales.

3. Regulación actual de los diferentes tipos de fondos monetarios

Con la creación de los fondos de mercado monetarios en la década de los 70, la SEC crea en 1983 la *Rule 2a-7* que regula los fondos monetarios y concreta las categorías, los tipos de activos y la proporción de estos en los que pueden invertir los diferentes tipos de fondos monetarios. Estas normas no se han mantenido inalteradas, sino que han ido evolucionando con el paso del tiempo.

La modificación reciente en la regulación de este tipo de fondos más importante fue la *Money Market Fund Reform* aprobada por la SEC el 23 de julio de 2014 que introdujo varios cambios, principalmente para los *Prime MMF* y *Tax-Exempt MMF*, con el objetivo de reducir la semejanza con los depósitos bancarios de estos para eliminar, o al menos mitigar, el riesgo de pánicos en los fondos monetarios.

“
La entidad encargada de regular a los fondos monetarios es la SEC (*Securities and Exchange Commission*).
”

² El concepto de colateral, aunque puede tener varias acepciones diferentes, se utilizará en el informe como sinónimo de respaldo o garantía.

Los cambios más significativos de esta nueva regulación de los fondos monetarios fueron los siguientes:

- Se establecen la diferenciación entre categorías de fondos monetarios, separando los *Retail* y los *Institutional*. Además, se regula quiénes pueden tener acceso, es decir, invertir en los fondos monetarios minoristas.
- Se modifican las reglas de valoración de sus participaciones o NAV. Los fondos monetarios minoristas y los *Government Funds* pueden seguir manteniendo el par de sus participaciones, es decir, su NAV sigue siendo estable y fijado a \$1. Sin embargo, los *Prime Funds* y *Tax-Exempt Fund* institucionales pasarán a tener un NAV variable y se valorarán sus activos según precio de mercado en vez de a coste de amortización como se calculan aquellos fondos con NAV fijo.
- Se imponen requisitos de liquidez mediante las cuales se establecerán comisiones de liquidez o reembolso (*Gates and Fees*).

Esta nueva regulación entró en vigor el 14 de octubre de 2016 y es la principal causa de las variaciones de los activos bajo gestión (*AuM*) de los diferentes tipos de fondos monetarios durante el período entre el cual se aprueba dicha regulación y su entrada en vigor.

Veamos a continuación varios requisitos normativos fundamentales de los MMFs.

Activos aptos y límites de vencimiento

Los activos deben tener un vencimiento residual de 397 días o menos. Además, la cartera de activos de los fondos monetarios debe tener un *weighted average maturity* (WAM) igual o inferior a 60 días y un *weighted average life* (WAL) igual o inferior a 120 días.

“

Los activos de los fondos monetarios deben tener un *weighted average maturity* (WAM) igual o inferior a 60 días.

”

Valoración de carteras: NAV fijo o variable

Los *Prime MMFs* y los *Tax-Exempt MMFs* institucionales están obligados a utilizar un NAV variable o VNAV mientras que los *Government MMFs* tanto institucionales como minoristas pueden utilizar un NAV fijo.

Aquellos fondos cuyas participaciones tengan un NAV variable deben calcular este en función del valor de mercado de los activos en cartera redondeado al cuarto decimal. Aquellos fondos con un NAV fijo deben calcular el valor de los activos utilizando el coste amortizado. El precio de sus participaciones no sufrirá cambios si este se mantiene por encima de \$0.995 y por debajo de \$1.005.

Requisitos de liquidez

Los fondos monetarios deben mantener suficientes activos líquidos para hacer frente a los reembolsos “razonablemente previsibles”. Deben mantener un mínimo del 30% de *weekly liquid assets* (WLA) y no pueden tener un máximo del 5% de activos ilíquidos.

Estos activos líquidos pueden ser: deuda pública, discount notes de agencias federales con vencimiento residual de 60 días o menos y otros instrumentos a corto plazo pagaderos o a recibir en 5 días o menos. Los activos ilíquidos serán todo aquel que no pueda venderse en un plazo de 7 días a precio de mercado.

Los *Government MMFs* y *Prime MMFs* también deben mantener daily liquid assets (DLA). Al menos el 10% de sus activos deben ser activos líquidos que pueden ser: efectivo, deuda pública o activos que venzan en 1 día.

Comisiones de liquidez y suspensión de reembolso

Un *Prime MMF* o un *Tax-Exempt MMF* puede imponer una comisión de liquidez de hasta el 2%, o incluso suspender sus reembolsos durante un

“

Los fondos monetarios deben mantener suficientes activos líquidos para hacer frente a los reembolsos “razonablemente previsibles”

”

máximo de 10 días en un período de 90 días si los WLA caen por debajo del 30% de sus activos totales y el consejo del fondo determina que la imposición de las comisiones y las barreras redundan en beneficio del fondo. El fondo también podría imponer una comisión de liquidez del 1%, a menos que el Consejo del fondo determine que una comisión no redundan en beneficio del fondo. Estas barreras a la retirada de fondos se diseñaron para desincentivar las retiradas masivas, ya que podrían restringir o aumentar los costes de los reembolsos, aunque es objeto de debate si cumplen esta intención de diseño.

Requisitos de información

Los MMFs tienen que advertir claramente a los inversores en los folletos que los fondos pueden perder dinero. Además, todos deben proporcionar información mediante los *Form N-MPF*, *Form N-CR*, *Statement of Additional Information (SIA)* e información diaria en su página web.

Toda esta información es, entre otras cosas, el valor liquidativo de las participaciones, los niveles de liquidez DLA y WLA, el *shadow price* etc.

Test de stress

Los MMFs deben poner a prueba su capacidad para mantener un WLA de al menos el 10% y minimizar la volatilidad del capital en respuesta a varios escenarios hipotéticos de estrés definidos por la SEC.

Los MMF también deben comprobar periódicamente y comunicar a sus consejos de administración los resultados de las pruebas, las hipótesis y las evaluaciones de la capacidad de los fondos para hacer frente a estos acontecimientos.

Un resumen de los requisitos de esta regulación se puede observar en la Tabla 1 y la Tabla 2.

“

Los MMFs tienen que advertir claramente a los inversores en los folletos que los fondos pueden perder dinero.

”

Tabla 1

	Retail			Institucional		
	Government MMF	Prime MMF	Tax-Exempt MMF	Government MMF	Prime MMF	Tax-Exempt MMF
Valoración	NAV fijo. Coste amortizado.			NAV variable. Valor de mercado.		
Método de Coste Amortizado	Se compara periódicamente el valor de los activos calculados mediante el coste amortizado con el valor según precios de mercado. Si el valor de las participaciones, calculadas según el precio de mercado, cae por debajo de \$0,995 la gestora deberá tomar medidas de manera inmediata.			Sólo en los activos con vencimiento residual menor o igual a 60 días.		
Vencimiento del Portfolio	Activos con vencimiento residual menor o igual a 397 días, con un vencimiento medio ponderado (WAM) menor o igual a 60 días y vida media ponderada (WAL) menor o igual a 120 días.					
Activos ilíquidos	Aquellos activos que no puedan venderse o ejecutarse en un plazo de 7 días a valor de mercado y no pueden superar el 5% de los activos totales del fondo.					
Liquidaciones	Si el fondo ha roto la paridad o "break the buck" o si sus WLA caen por debajo del 10%, el fondo monetario podrá suspender los reembolsos y ser liquidado.			Si los WLA caen por debajo del 10%, el fondo monetario podrá suspender los reembolsos y ser liquidado.		

Tabla 2

	Government MMF		Prime MMF		Tax-Exempt MMF	
	Retail	Institucional	Retail	Institucional	Retail	Institucional
Activos elegibles	Deuda pública, deuda de agencias federales y/o repos colateralizados por alguno de los dos anteriores.		Deuda privada colateralizada o no colateralizada, deuda pública y deuda de agencias federales.		Deuda municipal y/o de entidades gubernamentales locales	
Liquidez de la cartera de activos	Deben mantener suficientes valores líquidos para hacer frente a los reembolsos razonablemente previsibles.					
Requerimientos mínimos de liquidez diarios	Al menos el 10% de los activos deben ser considerables como Daily Liquid Assets (DLA): efectivo, valores del Tesoro o activos que sean ejecutables o pagaderos en 1 día.				No aplicable.	
Requerimientos mínimos de liquidez semanales	Al menos el 30% de los activos deben ser considerables como "Weekly Liquid Assets" (WLA): efectivo, valores del Tesoro, Discount Notes emitidas por agencias federales con vencimiento residual menor o igual a 60 días y activos que sean ejecutables o pagaderos en 1 día.					
Comisiones de liquidez	No aplica.		Si los WLA caen por debajo del 10% del total de los activos, obligatoriamente se impondrá una comisión de liquidez del 1%. Si los WLA caen por debajo del 30% del total de los activos, se podrá imponer una comisión de liquidez de hasta el 2% o la suspensión de los reembolsos durante un máximo de 10 días en un período de 90 días.			

Los MMF también deben comprobar periódicamente y comunicar a sus consejos de administración los resultados de las pruebas, las hipótesis y las evaluaciones de la capacidad de los fondos para hacer frente a estos acontecimientos.

4. El aumento de activos de los Fondos Monetarios desde 2020

Los *Assets Under Management* (AuM) de los MMFs han aumentado en una cuantía más que notable desde la pandemia de COVID-19 en 2020.

“ Los fondos monetarios deben pasar test de estrés periódicos definidos por la SEC.

”

Los amplios programas de compras de activos por parte de la Fed y las ayudas por parte del Tesoro produjeron un aumento de la oferta monetaria M2 sin precedentes. Con una abundante oferta monetaria, este dinero fluyó hacia todo tipo de inversiones: fondos de inversión, fondos monetarios, bolsa de valores, criptomonedas... Sin embargo, esto no supuso una pérdida neta de depósitos bancarios, sino que también aumentaron notablemente.

Cuando comenzaron a descender los depósitos bancarios fue a partir de 2021. Esto se debe a la exención del *Supplementary Leverage Ratio* (SLR) que aplicó la Reserva Federal el 1 de abril de 2020 y que duró hasta el 31 de marzo de 2021. El SLR es un ratio introducido por Basilea III que impone un límite máximo al apalancamiento de cada banco comercial en función del capital con el que cuenta:

$$SLR = \frac{\textit{Tier 1 Capital}}{\textit{Total Leverage Exposure}}$$

La exención del SLR permitió a los bancos comerciales apalancarse más de lo permitido por Basilea III durante la pandemia, entre otras cosas para absorber la cantidad de depósitos creados con la monetización de deuda. Sin embargo, el fin de esta exención forzó a los bancos a desapalancarse rápidamente. El modo de lograrlo fue desalentar a los fondos monetarios a mantener sus depósitos en los bancos. Por ello, comienza a aumentar hasta niveles récord el uso de la facilidad de repo inverso de la Fed por parte de los fondos monetarios.

Esta huida de depósitos siguió y se intensificó con el pánico bancario con la caída del [Silicon Valley Bank el 9 de marzo de 2023](#).

Recientemente, la Reserva Federal anunció cambios en los criterios de elegibilidad para acceder al *Reverse Repurchase Agreement Facility* por parte de los fondos monetarios.³

³ [Statement Regarding the Policy on Counterparties for Market Operations and Reverse Repurchase Counterparties](#) – Federal Reserve Bank of New York (FRBoNY).

“

La política monetaria y fiscal expansiva de 2020 (respuesta Covid) generó un crecimiento en la oferta de dinero que fluyó hacia todo tipo de inversiones.

”

Este cambio de criterio impedirá el acceso a este mecanismo a aquellos fondos monetarios cuya finalidad sea únicamente acceder a este tipo de operaciones con la Reserva Federal y no a aquellos que, con un modelo comercial preexistente, este mecanismo actúe como una extensión natural de sus actividades comerciales.

5. Evolución de los activos de los MMFs

Como se ha comentado, los activos bajo gestión de los fondos monetarios en Estados Unidos han aumentado en los últimos años. Previo a 2018, estos activos acumulaban de manera estable unos 3 billones de dólares (3 trillions americanos). A partir de 2018, la cantidad aumenta poco a poco hasta los 4 billones de dólares. La política monetaria llevada a cabo a consecuencia de la pandemia de COVID-19 eleva en muy poco tiempo la cantidad de estos activos hasta los 5 billones de dólares, nivel aproximado en el que se encuentra actualmente.

“

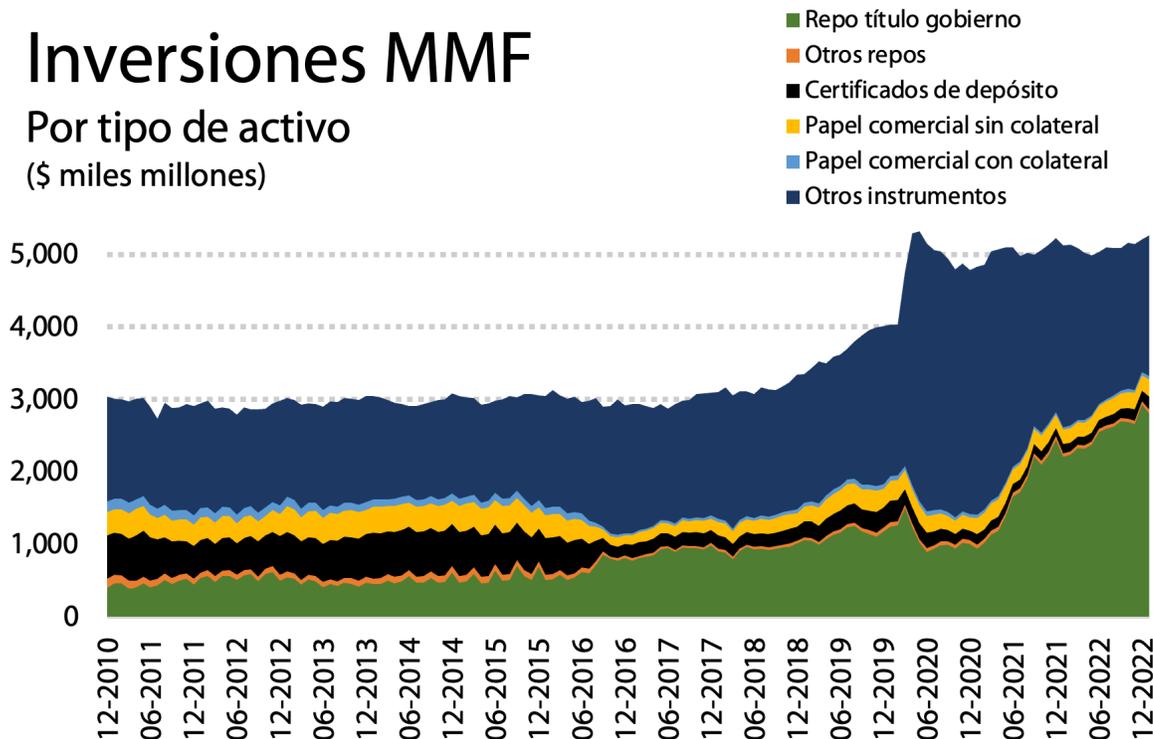
Los MMFs contaban con \$3 billones en 2018, hoy cuentan con \$5 billones.

”

Gráfico 1

Inversiones MMF

Por tipo de activo
(\$ miles millones)



Fuente: [Enhanced Financial Accounts, Board of Governors of the Federal Reserve System](#)

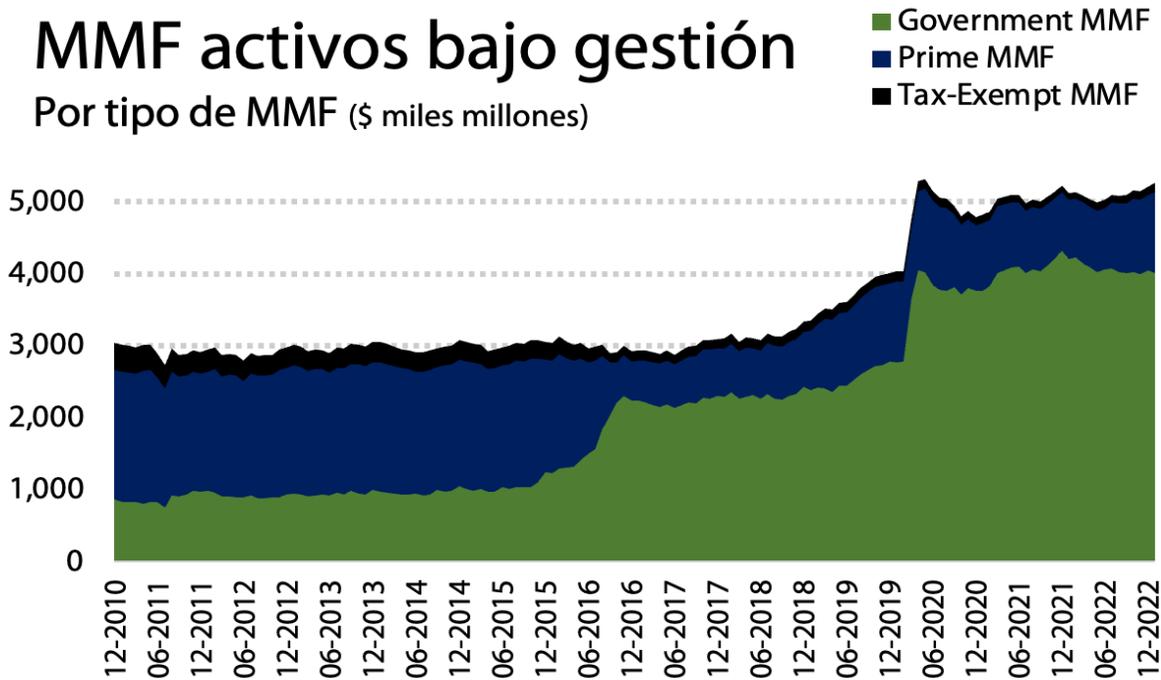
Si observamos los activos bajo gestión según el tipo de fondo monetario, se puede apreciar cómo la introducción del *Money Fund Reform* de la SEC en 2014 hasta su entrada en vigor en 2016 provoca una redistribución de

clientes y de activos desde los *Prime Funds* y *Tax-Exempt Funds* hacia los *Government Funds*. También se puede observar que el aumento de los activos bajo gestión que gozaron a raíz de la pandemia se fue directamente a estos últimos fondos.

Gráfico 2

MMF activos bajo gestión

Por tipo de MMF (\$ miles millones)



Fuente: [Enhanced Financial Accounts, Board of Governors of the Federal Reserve System](#)

“

El cambio de regulación en 2014 provoca que los fondos monetarios más populares sean los Government MMFs.

”

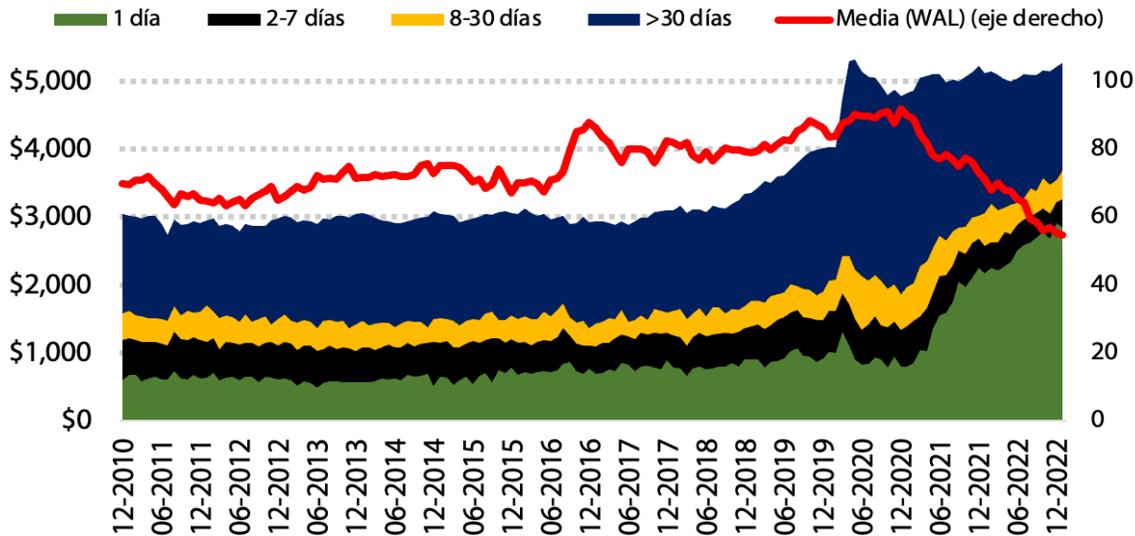
Si analizamos la distribución de los activos en función de su vencimiento, se puede observar que los fondos monetarios son fondos de inversión con unos activos a muy corto plazo. La vida media de estos activos se ha mantenido igual o menor a los 90 días durante casi 10 años (desde 2010 hasta 2020). Con el aumento de su AuM de 2020 a 2021 ha descendido la vida media hasta los 60 días.

Al ser el vencimiento de estos activos tan corta, los rendimientos que perciben los fondos monetarios, y a su vez la remuneración que estos pueden ofrecer a sus inversores, son más sensibles a los tipos de interés de mercado (en los que la Reserva Federal influye, principalmente los de corto plazo) y por ello suelen ser un demandado activo de inversión en momentos de tipos de interés elevado.

Gráfico 3

MMF activos bajo gestión

Por vencimiento activos (\$ miles millones)



Fuente: [Enhanced Financial Accounts, Board of Governors of the Federal Reserve System](#)

Como se ha comentado, esto ha sido debido a la exención del SLR en 2021 que forzó a los fondos monetarios a deshacerse de sus depósitos bancarios e invertirlos en activos varios. Entre ellos en el *reverse repurchase agreement facility* de la Reserva Federal.

Este repo inverso es overnight, es decir, tiene un vencimiento de un día. Esto junto al aumento del rendimiento de las Letras del Tesoro podría ser un motivo por el que la vida media de los activos de los fondos monetarios haya descendido estos últimos 2 años.

“

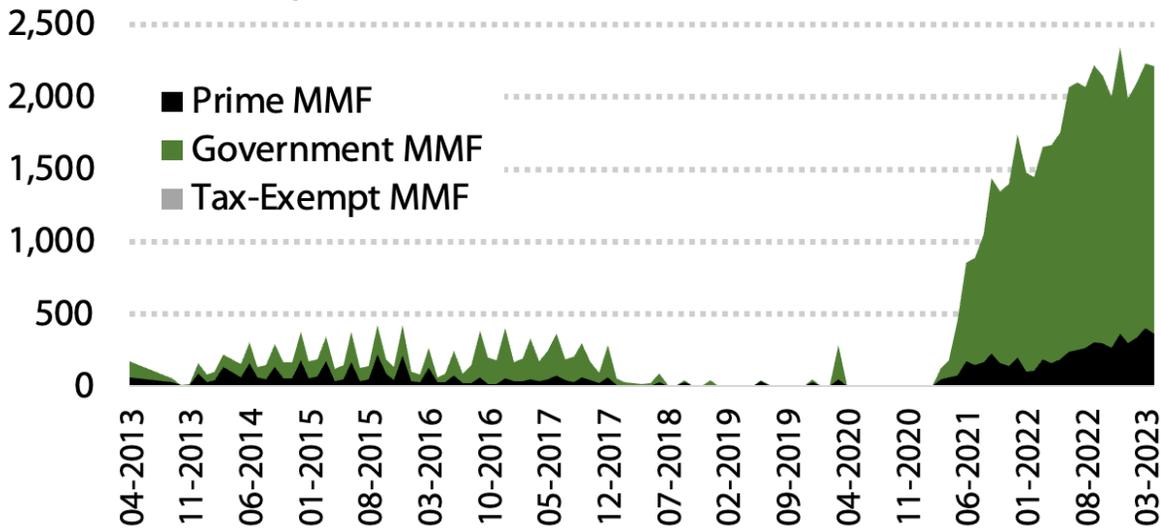
El vencimiento medio de los activos bajo gestión de los MMFs es de 60 días en 2023.

”

Gráfico 4

Utilización Reverse Repo Fed (RRP)

Por tipo de fondo monetario (\$ miles millones)



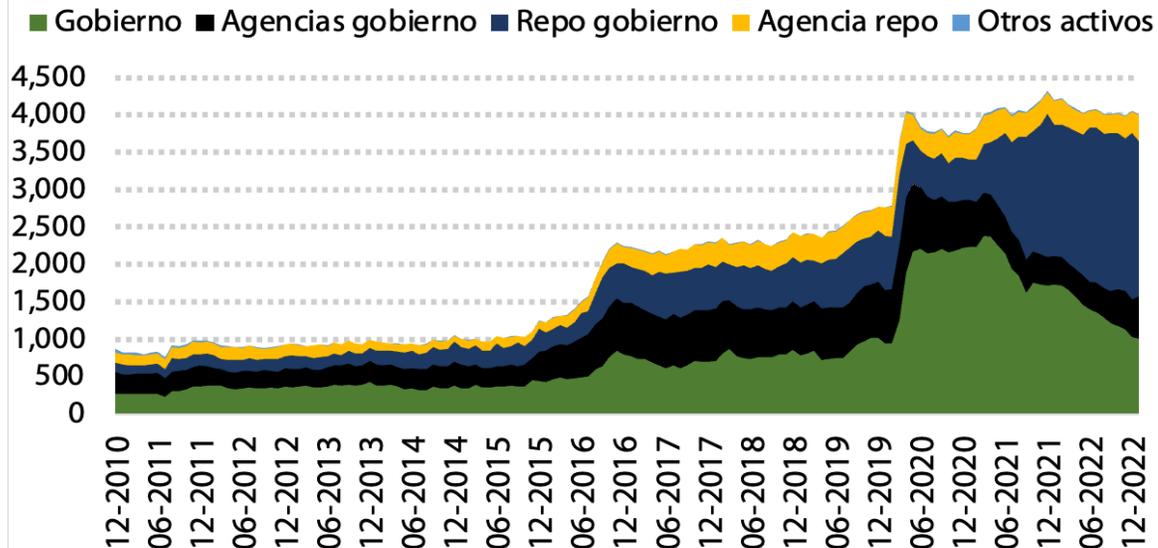
Fuente: [U.S. Money Market Fund Monitor, Office of Financial Research](#)

A continuación, se puede observar los diferentes activos que tienen los fondos monetarios en función de los tres tipos que se ha comentado con anterioridad:

Gráfico 5

Inversiones Government MMF

Por tipo de activo (\$ miles millones)



Fuente: [Enhanced Financial Accounts, Board of Governors of the Federal Reserve System](#)

“

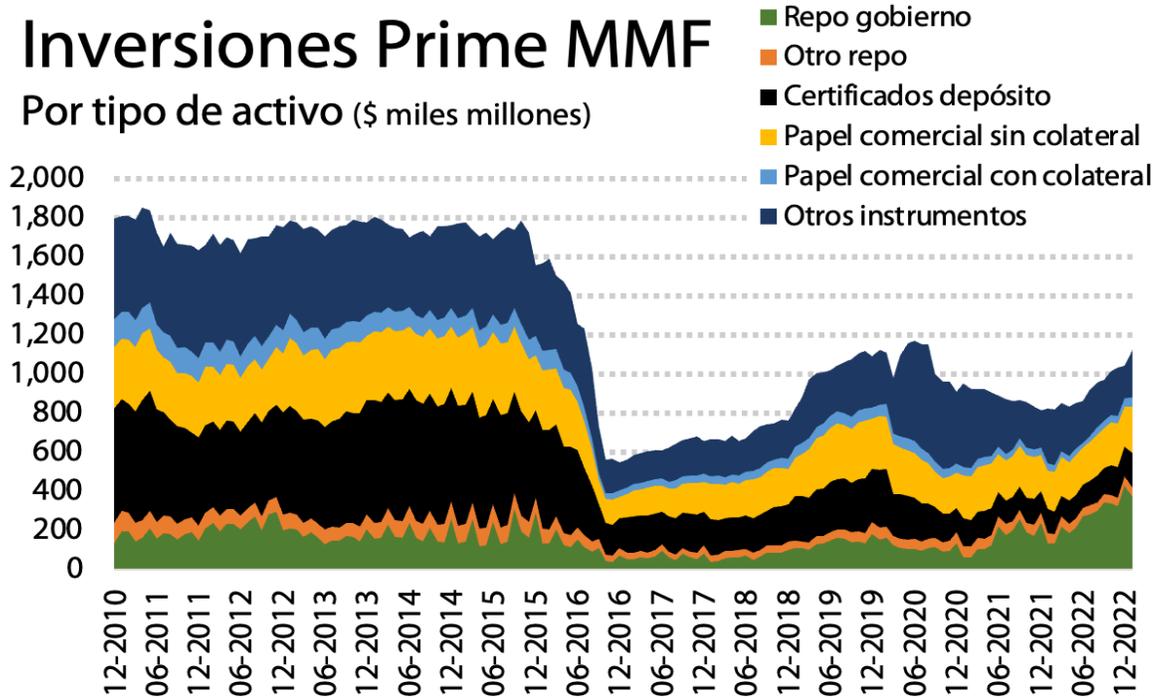
Los fondos monetarios se deshicieron de sus depósitos en 2021 (exención SLR) y han invertido en el Reverse Repo de la Fed sus fondos.

”

Gráfico 6

Inversiones Prime MMF

Por tipo de activo (\$ miles millones)

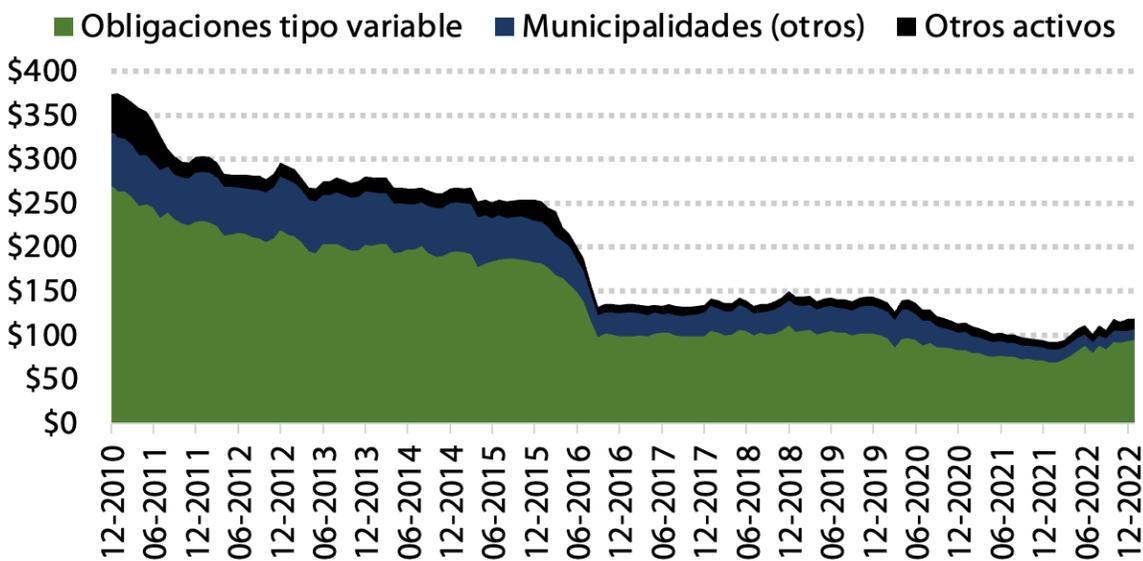


Fuente: [Enhanced Financial Accounts, Board of Governors of the Federal Reserve System](#)

Gráfico 7

Inversiones MMF exentos impuestos

Por tipo de activo (\$ miles millones)



Fuente: [Enhanced Financial Accounts, Board of Governors of the Federal Reserve System](#)

6. Mecánica monetaria de los fondos monetarios

Veamos en adelante cómo son los movimientos contables de un fondo monetario, en concreto se tratan las operaciones más relevantes de los *Government MMF* ya que son aquellos que más activos gestionan.

Inversor invierte en un MMF

Cuando un inversor, ya sea particular o corporativo, invierte parte de su tesorería en un fondo monetario, este traspasa sus depósitos bancarios al fondo monetario. El fondo, a su vez, entregará participaciones al inversor que tendrán valor liquidativo estable o variable según el tipo de fondo monetario de que se trate.

En este caso, la cantidad de depósitos bancarios queda inalterada.

Inversor invierte en un Fondo Monetario					
Banco Comercial		Fondo Monetario		Inversor	
100 Reservas	Depósitos 100			100 Depósitos	
	- Depósitos -100			- 100 - Depósitos	
	+ Depósitos + 100	+ 100 + Depósitos		+ 100 + Participaciones	
			+ Participaciones + 100		
100 Reservas	Depósitos 100	100 Depósitos	Participaciones 100	100 Participaciones	

Se ha supuesto que el banco comercial del inversor y el fondo monetario es el mismo por simplicidad.

MMF compra deuda pública al Tesoro

Cuando un fondo monetario compra deuda pública al Tesoro, su banco comercial contrae su balance destruyendo depósitos y transfiriendo sus reservas, a través de la Reserva Federal, al Tesoro.

En este caso, no sólo destruye depósitos, sino que reduce la cantidad de reservas en circulación. Este proceso se verá revertido cuando el Tesoro gaste sus reservas guardadas en la *Treasury General Account* (TGA).

“

Si un inversor mueve su tesorería a un MMF, el fondo entrega participaciones al inversor (NAV fijo o variable).

”

Fondo Monetario compra deuda pública al Tesoro

Tesoro		Reserva Federal		Banco Comercial		Fondo Monetario	
		Reservas	100	100 Reservas	Depósitos	100	100 Depósitos
+ 100 + TGA	+ Deuda pública + 100	- Reservas	- 100	- 100 - Reservas	- Depósitos	- 100	- 100 - Depósitos
		+ TGA	+ 100				+ 100 + Deuda pública
100 TGA	Deuda pública 100		TGA 100				100 Deuda pública

MMF compra Agency debt a un FHLB

Este caso es especialmente importante ya que se muestra la intermediación financiera que realizan los *Federal Home Loan Banks* (FHLBs) obteniendo financiación de los fondos monetarios y proveyéndosela a los bancos comerciales. Los FHLBs forman parte de los *Government-Sponsored Enterprises* (GSEs), entidades creadas por el Congreso de los Estados Unidos para aumentar el crédito en ciertas áreas de la economía estadounidense como la inmobiliaria o la agricultura. Las obligaciones de deuda emitida por los GSEs forman parte de los activos conocidos como *Agency debt* y son parte de los activos que también compran los fondos monetarios.

Un fondo monetario quiere comprar *Discount Notes* de un FHLB, ya que esta deuda del FHLB es de corto plazo. Como los FHLB no son entidades depositarias (es decir, un ciudadano o una sociedad no tienen cuenta en este tipo de banco y, por tanto, tampoco depósitos de clientes), el fondo monetario se deshace de sus depósitos bancarios, pero, su banco comercial transfiere reservas bancarias al FHLB a través de la Reserva Federal.

Si, posteriormente, el banco comercial necesitase las reservas para sus operativas habituales, puede pedirle un préstamo al FHLB. Este préstamo de reservas entre el banco comercial y el FHLB se denomina *Advances*. Así, el banco comercial ha incrementado sus tenencias de reservas, el fondo monetario ha invertido en *Discount Notes* y el FHLB ha actuado de intermediario entre ambos. Los depósitos bancarios iniciales se han drenado y sólo ha expandido su balance el FHLB.

“

Quando un fondo monetario compra deuda al Tesoro, su banco comercial destruye depósitos y transfiere sus reservas al Tesoro.

”

Fondo Monetario compra *Agency debt* a un FHLB

Reserva Federal		Banco Comercial		Federal Home Loan Bank (FHLB)		Fondo Monetario	
Reservas 100		100 Reservas	Depósitos 100			100 Depósitos	
- Reservas -100		-100 Reservas	- Depósitos -100			-100 Depósitos	
+ Reservas +100				+100 Reservas			
					+ Discount Note +100		+100 Discount Note
- Reservas -100		+100 Reservas		-100 Reservas			
+ Reservas +100			+ FHLB Advances +100	+100 FHLB Advances			
Reservas 100		100 Reservas	FHLB Advances 100	100 FHLB Advances	Discount Note 100	100 Discount Note	

MMF hace *reverse repo* con un *Primary Dealer*

En este caso, el fondo monetario presta parte de sus tenencias de tesorería a un *Primary Dealer* a cambio de un activo financiero por lo que, desde el punto de vista del fondo monetario, es un *reverse repo* ya que es él quién entrega liquidez.

Así, el fondo monetario se desprende de sus depósitos bancarios, su banco comercial destruye los depósitos y a cambio entrega reservas bancarias al banco del *Primary Dealer* (el *Clearing Bank*), a través de la Reserva Federal. Cabe mencionar que, actualmente y debido al aumento del requisito de capital que Basilea III impone a los *Global Systemically Important Banks* (G-SIBs), el único banco que realiza la función de *Clearing Bank* para los *Primary Dealers* es el *Bank of New York Mellon*. El *Primary Dealer* entrega el activo financiero al fondo monetario y este lo deberá devolver al vencimiento del *repo*.

“

Los FHLBs son entidades financieras respaldadas por el gobierno de EEUU creadas para aumentar el crédito en sectores como el inmobiliario o agrícola.

”

Fondo Monetario hace *reverse repo* con un *Primary Dealer*

Primary Dealer		Clearing Bank		Reserva Federal		Banco Comercial		Fondo Monetario	
100 Deuda pública				Reservas 100	100 Reservas	Depósitos 100	100 Depósitos		
				Reservas -100	-100 Reservas	Depósitos -100	-100 Depósitos		
+100 Depósitos		+100 Reservas	Depósitos +100	Reservas +100				+100 Deuda pública	
-100 Deuda pública									
100 Depósitos		100 Reservas	Depósitos 100	Reservas 100				100 Deuda pública	

Fondo Monetario hace *reverse repo* con un *Primary Dealer*

Primary Dealer		Clearing Bank		Reserva Federal		Banco Comercial		Fondo Monetario	
100 Deuda pública				Reservas 100	100 Reservas	Depósitos 100	100 Depósitos		
				Reservas -100	-100 Reservas	Depósitos -100	-100 Depósitos		
+100 Depósitos		+100 Reservas	Depósitos +100	Reservas +100				+100 Reverse repo	
Reverse repo +100									
100 Deuda pública	Reverse repo 100							100 Reverse repo	
100 Depósitos									

El primer apartado muestra cómo se transfieren los activos por los diferentes balances mientras que en el segundo se muestra la contabilidad de esta operación.

MMF acude al RRP de la Reserva Federal

Este caso es probablemente el más importante de los mostrados, dado el niveles actual de uso de este mecanismo de la Reserva Federal por parte de los fondos monetarios: más de 2 billones de dólares.

Como se muestra, el fondo monetario se deshace de sus depósitos bancarios, su banco comercial a su vez se ve forzado a deshacerse de las reservas y es la Reserva Federal quien acredita en cuenta del fondo monetario las tenencias de reverse repo. Los activos financieros que se transfieren al fondo monetario por parte de la Reserva Federal son aquellos que tiene en el *System Open Market Account (SOMA)*. Este *reverse repo* entra dentro de la categoría *General Collateral (GC repo)*, es decir, el fondo monetario no puede decidir qué activo va a recibir y recibirá uno centro de una cesta posible de activos que cumplan con esta categoría. Este *repo* no puede ser rehipotecado, es decir, que el fondo monetario no podrá hacer un *repo* con el activo que haya recibido para obtener de nuevo liquidez, sino que tendrá que esperar al vencimiento de *reverse repo*, que es de un día (*overnight*).

“

Los repo de la Fed no pueden ser rehipotecados. El fondo monetario no puede hacer un repo con el activo que haya recibido para obtener de nuevo liquidez.

”

Fondo Monetario acude al *Reverse Repo facility* de la Reserva Federal

Reserva Federal		Banco Comercial		Fondo Monetario	
	Reservas 100	100 Reservas	Depósitos 100	100 Depósitos	
	- Reservas -100	-100 - Reservas	- Depósitos -100	-100 - Depósitos	
	+ ONRRP +100			+100 + ONRRP	
	ONRRP 100			100 ONRRP	

7. Fondos monetarios como competencia del sector bancario tradicional

Los fondos del mercado monetario son competencia directa del sector bancario tradicional en Estados Unidos. Los bancos ofrecen depósitos bancarios mientras que los fondos del mercado monetario ofrecen una forma de sustituto de estos depósitos. Como ya hemos visto, los fondos monetarios tienen una forma legal y financiera diferente a la de los depósitos, y, a pesar de ello, su función económico-financiera es muy similar.

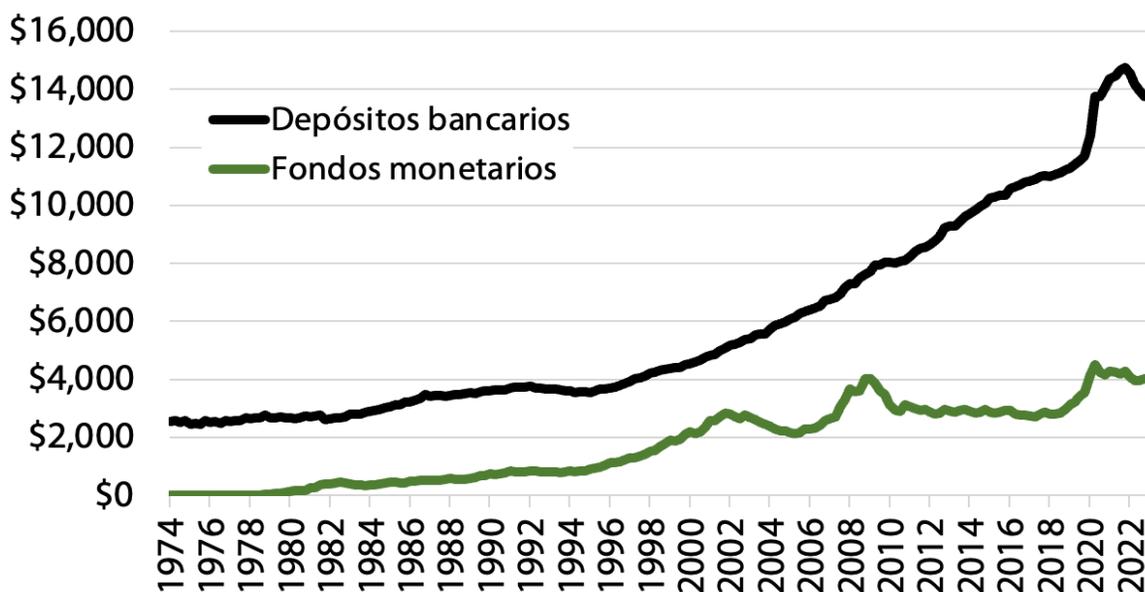
Por tanto, existe una “lucha” (competencia) por las formas de ahorro muy líquidas entre el sector bancario tradicional y los fondos del mercado monetario.

En el gráfico 8 podemos ver qué ha ocurrido desde el año 1974 hasta diciembre de 2022 con los depósitos y los fondos del mercado monetario en EEUU. Los datos se encuentran en dólares constantes del año 2012.⁴

Gráfico 8

Depósitos bancarios vs fondos mercado monetario

Miles de millones de dólares constantes 2012



Fuente: UFM Market Trends desde datos St.Louis Fed. Los depósitos bancarios han sido neteados con los depósitos de los fondos monetarios en el sector bancario

“
Existe una
“lucha”
(competencia)
por las formas
de ahorro muy
líquidas entre el
sector bancario
tradicional
y los fondos
monetarios.

”

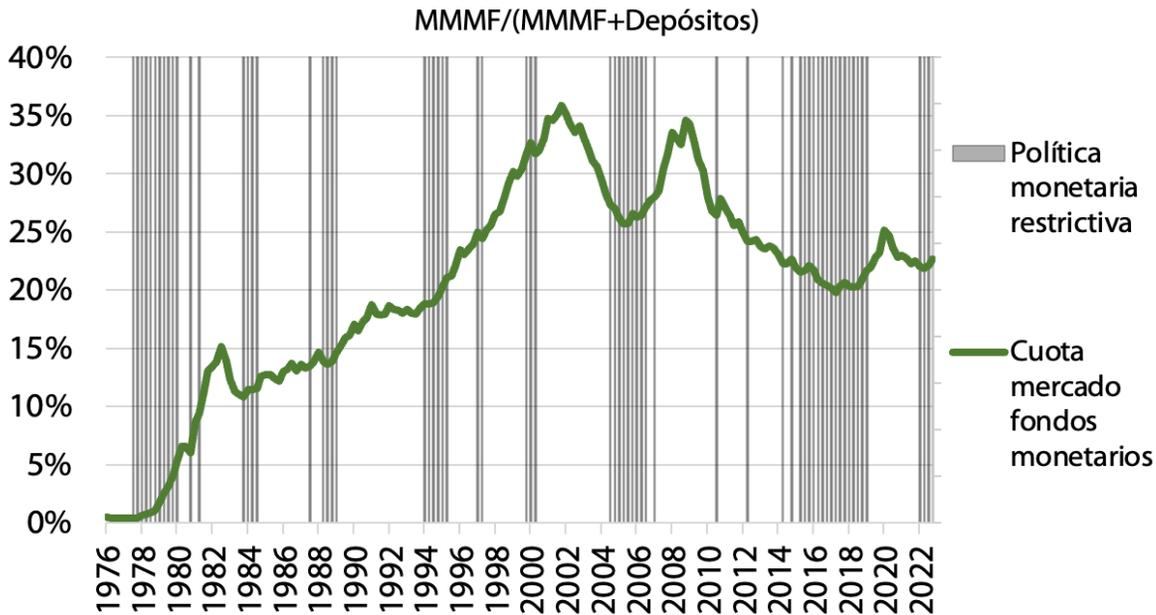
8. Periodos de política monetaria restrictiva: competencia por los fondos en el mercado monetario

Cuando la política monetaria restrictiva mueve los tipos de interés hacia arriba, los fondos del mercado monetario suelen “comer terreno” a los depósitos. En el gráfico 9 podemos ver esta situación.

⁴ Al ser una serie temporal tan larga, es necesario corregir el efecto de los precios. Por esta razón, parece que el dato de esta gráfica sobre la cuantía de fondos monetarios (~\$4 billones) no coincide con el de otras gráficas (~\$5 billones).

Gráfico 9

Cuota mercado fondos monetarios



Fuente: elaboración propia desde datos St.Louis Fed. Los periodos sombreados marcan momentos en los que el tipo de interés de fondos federales se encuentra durante más de cuatro trimestres con subidas consecutivas.

En el gráfico 9 podemos observar como la cuota de mercado de los fondos monetarios tiende a crecer después de periodos de política monetaria restrictiva (aunque no mientras se da la política monetaria restrictiva). Esta relación es mucho más marcada después del año 2000 (momento en el que parece que toca techo la cuota de mercado de los fondos monetarios).

Los análisis de regresión muestran que, efectivamente, cuando los tipos de interés son altos (después del final de los periodos de política monetaria restrictiva), la cuota de mercado de los fondos monetarios incrementa. A su vez, la cuota de los fondos monetarios cae cuando incrementa el tipo de interés (mientras permanece la política monetaria restrictiva). Además, la relación entre tipos de interés y cuota de mercado de los fondos monetarios se hace especialmente fuerte desde el año 2000 en adelante (ver apéndice para más detalles).

9. Tipos de interés y fondos del mercado monetario

“

Cuando la política monetaria restrictiva mueve los tipos de interés hacia arriba, los fondos del mercado monetario suelen “comer terreno” a los depósitos.

”

- Subidas de tipos (cambio tipos): caída cuota mercado fondos monetarios
- Tipos altos (nivel tipos): incremento cuota mercado fondos monetarios

La interpretación de sendas relaciones es relativamente simple.

1. Subida tipos

En momentos de estrés financiero (subida tipos) hay un trasvase de fondos desde fondos del mercado monetario hacia depósitos bancarios. Esto es debido principalmente a la protección que brinda el seguro de garantía de depósitos (y es que más del 50% de los fondos del mercado monetario son de hogares, es decir, son fondos minoristas). Por tanto, tiene sentido que, si existe miedo en el mercado, los agentes económicos huyan hacia la seguridad, incluso sacrificando rentabilidad.

2. Tipos altos

Pero con tipos altos (nivel), los bancos no pueden competir por fondos con los fondos del mercado monetario. Esto se debe a los tipos de activos en los que invierten bancos/fondos monetarios:

a. Fondos del mercado monetario

Los fondos del mercado monetario tienen un activo a muy corto plazo, lo que significa que tienen una rotación muy alta de activos. Esto implica que los tipos altos mueven la rentabilidad del activo de forma rápida, por lo que pueden pagar a sus “depositantes (partícipes), tipos de interés muy altos (reparto beneficios del fondo).

En el gráfico 10 se puede ver como el vencimiento promedio de los activos de los fondos monetarios es siempre inferior a dos meses (tendremos ocasión más abajo de comentar la reciente caída en el indicador).

“

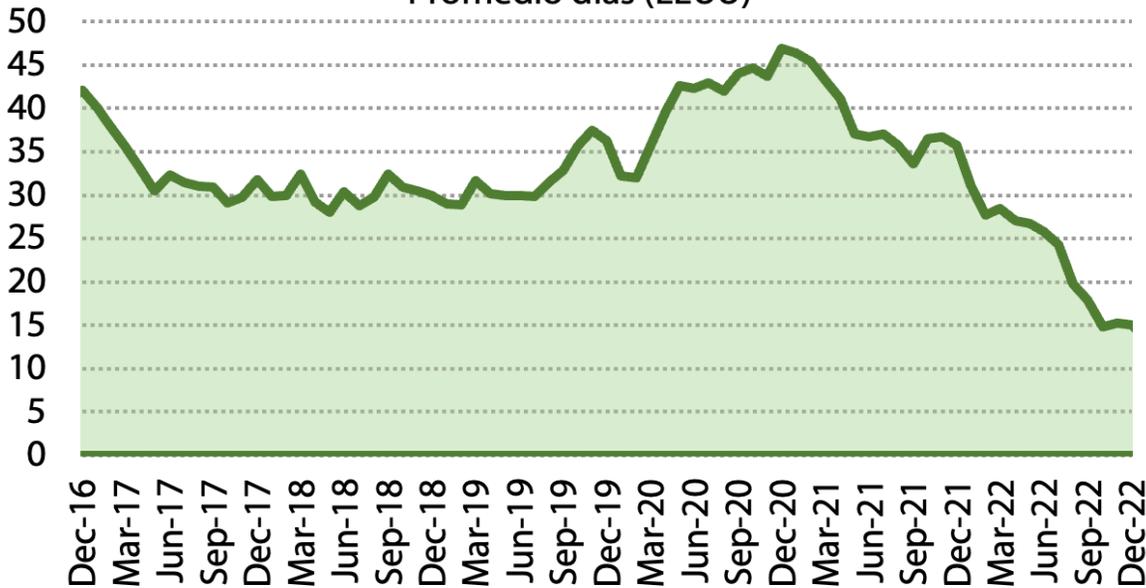
Los fondos del mercado monetario tienen una alta rotación de activos. Los bancos tienen una baja rotación de activos.

”

Gráfico 10

Vencimiento activos fondos monetarios

Promedio días (EEUU)



Fuente: UFM Market Trends desde datos SEC. Datos ponderados por nivel de activos de cada tipo de fondo monetario

b. Bancos:

Los bancos invierten en activos de largo plazo, por lo tanto, tienen una rotación de activos lenta, lo que implica que la rentabilidad del activo crece de forma muy lenta ante subidas en los tipos de interés (y viceversa). Por esta razón, está limitado el nivel de tipos de interés que pueden pagar a sus depositantes cuando los tipos de interés crecen y se mantienen altos.

En el gráfico 11 se puede ver como el grueso de la financiación bancaria, ya sea mediante préstamos o mediante compra de títulos valores, se produce a largo plazo. Más de 2/3 partes de toda la financiación bancaria se realiza a más de un año (en los fondos del mercado monetario menos del 10% de sus activos se encuentran en activos con vencimiento superior a 6 meses).

“

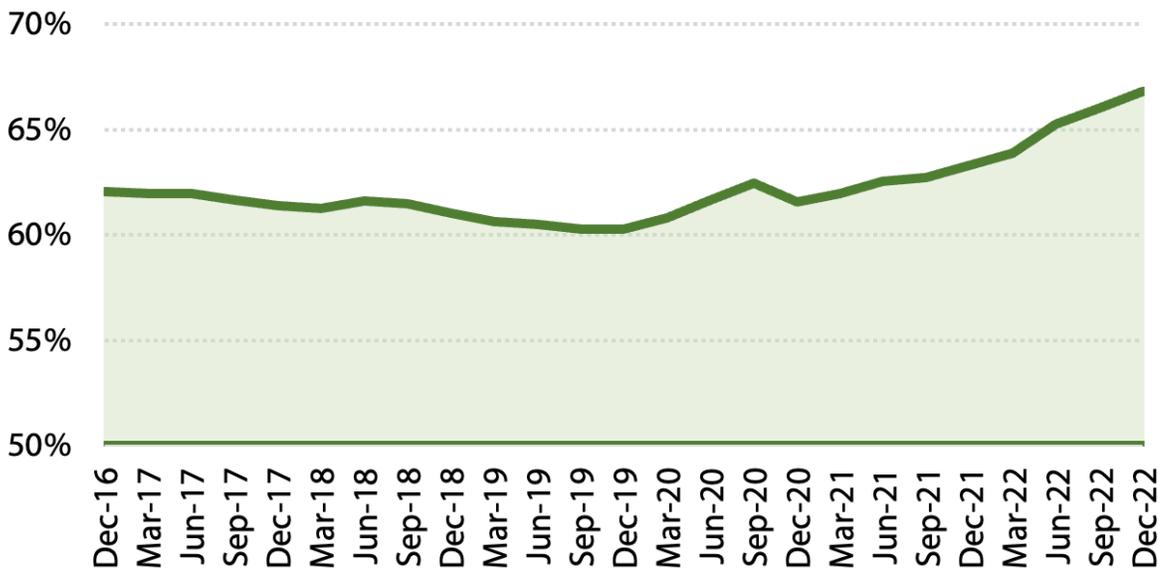
Más de 2/3 partes de la financiación bancaria se extiende a más de un año. En los fondos monetarios menos del 10% de activos vencen a más de 6 meses.

”

Gráfico 11

Financiación bancaria a largo plazo

Préstamos e inversiones > 1 año (EEUU)



Fuente: UFM Market Trends desde datos FFIEC

Cambio en rendimiento activos (bancos vs fondos del mercado monetario)

Si la financiación que extienden los bancos es mayoritariamente a largo plazo y la financiación que extienden los fondos monetarios es mayoritariamente a corto plazo, es lógico que cambios en el tipo de interés modifique la rentabilidad de los activos bancarios de forma muy lenta y la de los fondos monetarios de forma muy rápida.

En los fondos monetarios los activos llegan a vencimiento rápidamente, cuando vencen se compran activos al nuevo tipo de interés. Esto mismo ocurre en los bancos de forma mucho más lenta (rotación alta vs baja de activos). Por tanto, si crece el tipo de interés, se verá reflejado en crecimiento del rendimiento de los activos de los fondos monetarios de forma mucho más rápida que en el sector bancario.

En el gráfico 12 podemos ver empíricamente los elementos que acabamos de explicar:

“

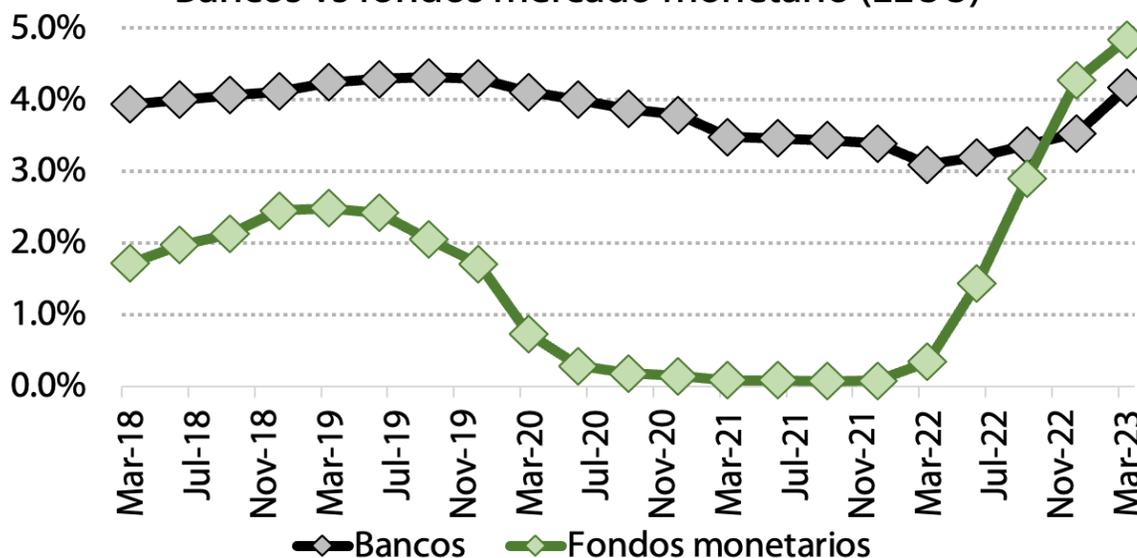
Cambios en tipo de interés mueven la rentabilidad de los activos bancarios de forma lenta y la de los fondos monetarios de forma rápida.

”

Gráfico 12

Rendimiento bruto activos

Bancos vs fondos mercado monetario (EEUU)



Fuente: UFM Market Trends a partir de datos obtenidos en FFIEC y SEC

El rendimiento de los activos de los bancos se mueve mucho menos cuando cambian las condiciones económicas. Cuando bajan los tipos, en los fondos monetarios el rendimiento de los activos cae en picado de forma rápida mientras que en los bancos cae de forma lenta. Lo contrario también es cierto, cuando incrementan los tipos de interés, el rendimiento de los fondos del mercado monetario incrementa de forma explosiva mientras que el rendimiento de los bancos sube de forma lenta.

10. Competencia por fondos en el episodio actual de política monetaria restrictiva (2023)

En 2023 nos encontramos con un ambiente inflacionario que no frena del todo y una recesión que no termina de llegar pero que todos temen. En esta situación, parece que el futuro cercano es uno de tipos altos con un posible freno en la subida de tipos (sin que exista bajada de tipos).

En un entorno de tipos altos que no siguen subiendo, los bancos tienen

“

En un entorno de tipos altos que no siguen subiendo, los bancos tienen todas las papeletas para perder en la competencia contra los fondos monetarios.

”

todas las papeletas para perder en la competencia contra los fondos del mercado monetario.

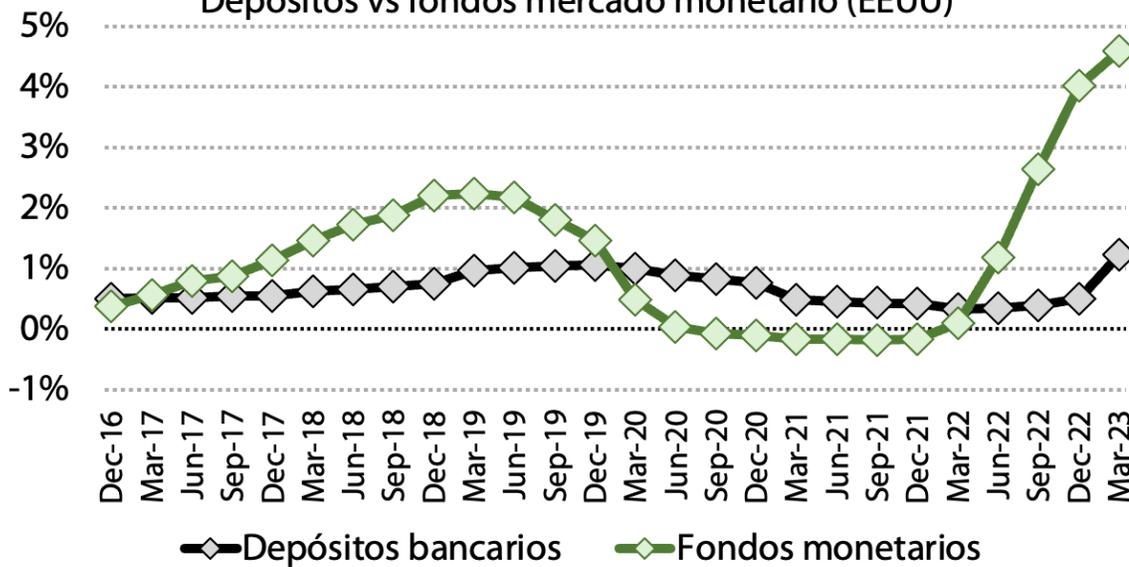
Tipos altos que no incrementan es el “hábitat natural” para los fondos del mercado monetario tal y como hemos visto tanto empírica como teóricamente. Los bancos son incapaces de competir contra los fondos monetarios en esta situación.

Podemos ver en el gráfico 13 el interés promedio que pagan los bancos por sus depósitos y el monto pagado a los partícipes de fondos del mercado monetario.

Gráfico 13

Pago interés mercado monetario

Depósitos vs fondos mercado monetario (EEUU)



“

Un entorno de tipos altos es el “hábitat natural” de los fondos del mercado monetario.

”

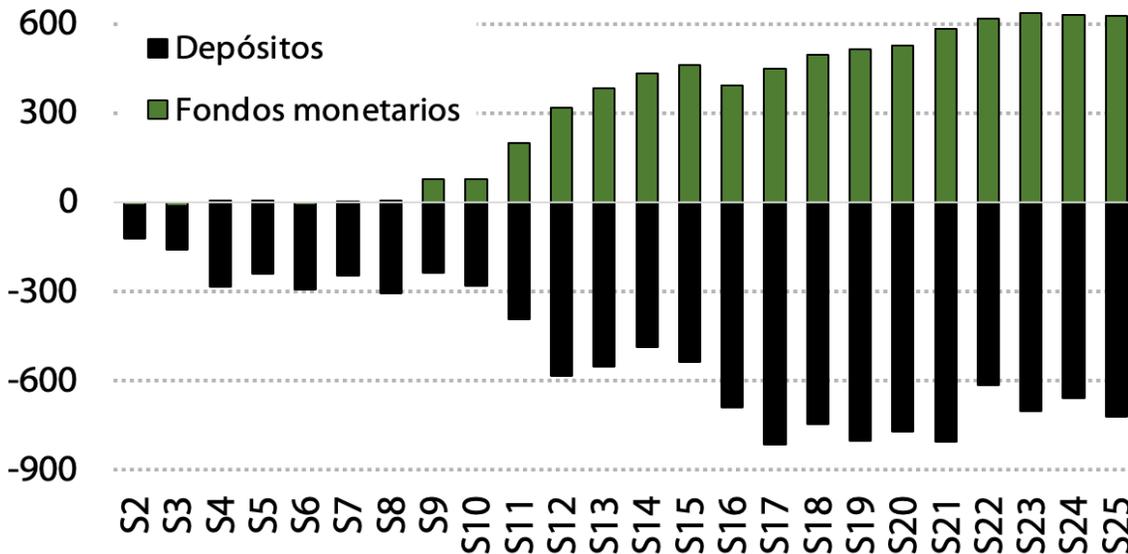
Fuente: UFM Market Trends desde datos FFIEC; SEC; Vanguard. El dato del fondo monetario ha sido obtenido restando a la rentabilidad de los activos la comisión promedio de 0.25% sobre saldos promedio de la industria (Vanguard)

Tal y como se esperaba, en momentos de política monetaria contractiva, desde 2016 hasta 2020 y desde 2022, los fondos del mercado monetario son remunerados por encima de los depósitos. En momentos de política monetaria expansiva, los fondos monetarios son remunerados por debajo de los depósitos.

Esto ha llevado a que en 2023 haya habido una huida de depósitos hacia fondos del mercado monetario como se puede ver en el gráfico 14.

Gráfico 14

Depósitos vs fondos mercado monetario (EEUU) Flujos semanales acumulados 2023 (\$ miles millones)



Fuente: UFM Market Trends; Fed; Investment Corporate Institute

La salida de depósitos se acentúa a partir de la semana 10 del año 2023, coincidiendo con el pánico bancario que sufrió Estados Unidos, pánico que precipitó [la quiebra del Silicon Valley Bank](#) y otros bancos norteamericanos.

Como vemos, las salidas de depósitos en 2023 llegaron a superar los \$800,000 millones en abril (semana 17). En julio de 2023 las salidas de depósitos se encuentran por encima de los \$720,000 millones. Las entradas de partícipes en los fondos monetarios se encuentran a inicios de julio de 2023 en su máximo del año, con una cuantía superior a los \$625,000 millones. A simple vista parecen cantidades astronómicas (la salida de depósitos equivale a la mitad del PIB de España y unas 8 veces el PIB de Guatemala), pero para apreciar si la cuantía es significativa es necesario establecer algún tipo de comparación relevante. Esa comparación la podemos ver en la tabla 3.

“ Las salidas de depósitos fueron de ~\$720,000 millones desde enero hasta julio de 2023.

”

Tabla 3 Crecimiento relativo depósitos y fondos monetarios 2023

	Cambio 2023 (julio 2023)	Pico 2023 (punto máximo)
Depósitos	-4.0%	-4.5% (abr)
Fondos monetarios	+13.1%	+13.2% (jun)

Fuente: UFM Market Trends; Fed; Investment Corporate Institute.

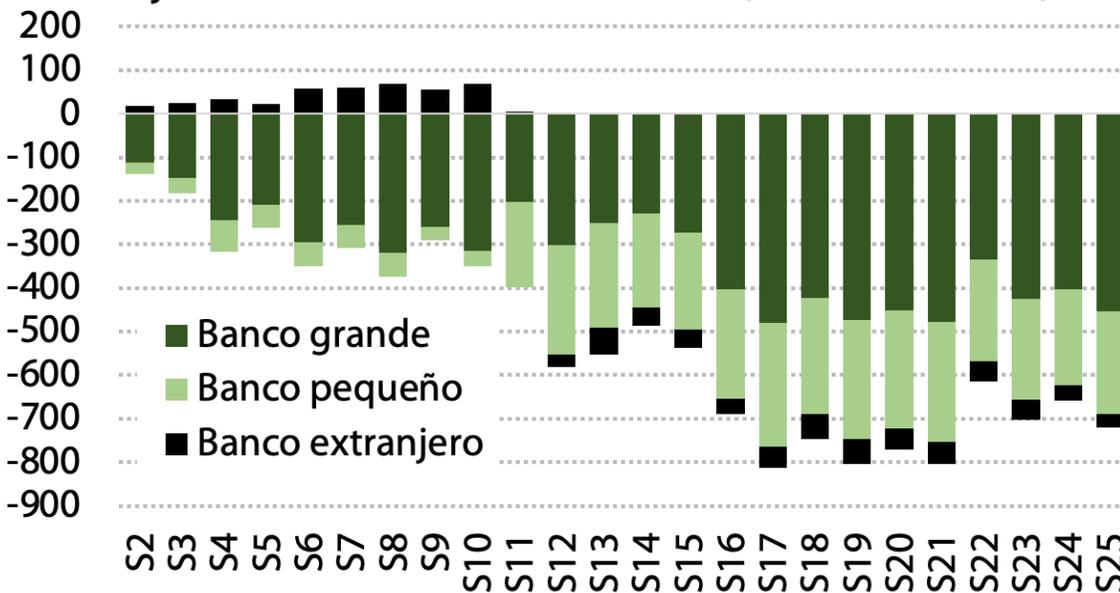
Los depósitos bancarios han caído un 4.0% en 2023, lo que es una cifra importante, aunque no alarmante. Los fondos del mercado monetario han crecido un 13.1%, lo que sí es una cifra relativamente importante (recordemos que el movimiento ha ocurrido en apenas 6 meses).

Pero la cifra del 4% de caída en depósitos esconde, bajo el subterfugio de la media, una caída bastante acusada en algunos bancos ([de hecho, esto es lo que explica la quiebra de algunos bancos en EEUU](#)). Si desagregamos el movimiento de los depósitos por tipo de banco, vemos que los bancos pequeños son los que lo han estado pasando muy mal. En el gráfico 15 podemos ver este problema.

Gráfico 15

Depósitos por tipo de banco (2023)

Flujos semanales acumulados 2023 (\$ miles millones)



Fuente: UFM Market Trends; Fed

Del total de depósitos perdidos por el sector bancario, un 63% han sido en grandes bancos, un 32.5% en bancos pequeños y un 4.6% en bancos extranjeros.

En el momento más complicado del pánico bancario de marzo, se transfirieron depósitos desde bancos pequeños a bancos grandes, pero la tendencia general ha sido a que se pierdan depósitos en todos los bancos en 2023.

“

Si desagregamos la salida de depósitos por tipo de banco, vemos que los bancos pequeños lo están pasando mal.

”

Una vez más, deberíamos poner estas cifras en perspectiva para ser realmente informativas, esto lo podemos encontrar en la tabla 4.

Tabla 4 Crecimiento depósitos por tipo de banco 2023

	Cambio 2023 (julio 2023)	Pico 2023 (punto máximo)
Banco grande	-4.0%	-4.3% (abr)
Banco pequeño	-4.3%	-5.3% (abr)
Banco extranjero	-2.5%	-4.7% (mar)

Fuente: UFM Market Trends; Fed. Todos los datos son a fecha 10-05-2023

Por tanto, ni bancos pequeños, ni bancos grandes (ni extranjeros) son capaces de competir en las circunstancias actuales con los fondos del mercado monetario.

11. La Fed es consciente del problema: el cálculo de los Betas del mercado monetario

La Fed es consciente de este problema y calcula lo que denomina "Betas". Los Betas miden el impacto que genera el tipo de interés objetivo de la Fed (EFFR) sobre el tipo de interés pagado por los bancos y por los fondos del mercado monetario. Estos impactos se pueden ver en la tabla 5.

Tabla 5 Transmisión de la política monetaria (Betas EFFR sobre pago mercado monetario)

	2002-2009	2010-2023
Depósitos minoristas	0.42	0.08
Fondos monetarios	0.87	0.93
Fondos monetarios minoristas	0.86	0.89

Fuente: [Federal Reserve Bank of St. Louis FRED database](#); [RateWatch](#); [iMoneyNet](#); [staff calculations](#).

La interpretación de la tabla 5 con datos calculados por la propia Fed es bastante sencilla y complementa perfectamente con los resultados de este informe: la remuneración que ofrecen los fondos del mercado monetario

“

Los Betas miden el impacto que genera el tipo de interés objetivo de la Fed (EFFR) sobre el tipo de interés pagado por los bancos y por los EMMFs.

”

se mueve casi de forma perfecta con el tipo de interés de fondos federales. Por su parte, el pago a los depósitos minoristas apenas responde a cambios en el tipo de interés de fondos federales.

Es también interesante observar que el Beta de los depósitos minoristas (es decir, el pago a depositantes cuando cambia el tipo de fondos federales) ha cambiado sustancialmente en los últimos años (ha crecido). Esto puede tener una explicación doble:

1. Cambio en el régimen de política monetaria: desde el régimen de escasez de reservas al régimen de abundancia de reservas (política monetaria no convencional)

2. Los Betas de los depósitos crecen cuando la política monetaria se vuelve especialmente restrictiva.

La primera hipótesis explicaría bien porque en el periodo de 2002-2009 los Betas de los depósitos minoristas son mucho mayores que en el periodo 2010-2023. La segunda hipótesis explicaría bien [porque los Betas de los depósitos minoristas están actualmente creciendo](#). Alternativamente, podría ocurrir que nos estemos moviendo de nuevo hacia un régimen de escasez de reservas.

Conclusión

El mercado monetario es un mercado muy vivo en Estados Unidos. Y no sólo porque la cantidad de fondos que maneja sea muy superior en términos relativos a su sector bancario en comparación con otras zonas económicas, sino porque existen constantes cambios legislativos y económicos que mueven al sector en diferentes direcciones.

En este informe se ha hecho un repaso de la última legislación respectiva a los fondos del mercado monetario y también se ha visto en detalle cómo ha reaccionado el sector a esta regulación (agolpando la mayor cantidad de participaciones en fondos que invierten en activos gubernamentales).

“

El cambio en el régimen de política monetaria (desde escasez a abundancia de reservas) podría explicar el cambio en los Betas de los depósitos.

”

Por otro lado, y dado que los fondos del mercado monetario son sustitutos del sector bancario tradicional, se ha estudiado cuál es la posición competitiva de cada intermediario financiero bajo las situaciones prevalentes en 2023 (política monetaria restrictiva, tipos altos y posiblemente no crecientes). Se concluye que nos encontramos en el "hábitat" natural de los fondos monetarios y que el sector bancario norteamericano seguirá sufriendo salidas de depósitos porque no puede competir por atraerlos contra los fondos del mercado monetario.

Apéndice 1: Análisis con regresiones

Todos los modelos están contruidos con series trimestrales y todos tienen como variable endógena el cambio anual ($k=4$) en la cuota de mercado de los fondos del mercado monetario. Todos los modelos contarán como variable exógena el volumen del mercado (fondos monetarios + depósitos) y el cambio anual en el tipo de interés ($k=4$). En todos los modelos se prueban diferentes lags para el cambio anual en el tipo de interés y se incluye el lag que haga más significativo dicho coeficiente. También se introducirán como variables de control la cuantía total del mercado (depósitos + fondos del mercado monetario) y una variable dummy que recoge la presencia de recesión en la economía.

Primer modelo

El primer modelo probado fue para toda la muestra (1976-2022). El resultado es el siguiente:

```
Call:
lm(formula = Delt(MMMF, k = 4) ~ Interes + lag(Delt(Interes,
k = 4), 3) + Market + Contraction, data = Data)

Residuals:
    Min       1Q   Median       3Q      Max
-0.62504 -0.15313 -0.03542  0.07683  2.17349

Coefficients:
                Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept)    -2.992e-01  1.163e-01  -2.572  0.0109 *
Interes         6.739e+00  1.089e+00   6.188 3.86e-09 ***
lag(Delt(Interes, k = 4), 3) 6.308e-02  4.840e-02   1.303  0.1941
Market          1.229e-05  9.604e-06   1.279  0.2024
Contraction     1.605e-01  8.284e-02   1.937  0.0543 .
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 0.3747 on 184 degrees of freedom
(7 observations deleted due to missingness)
Multiple R-squared:  0.3265,    Adjusted R-squared:  0.3118
F-statistic: 22.3 on 4 and 184 DF,  p-value: 5.013e-15
```

El resultado del primer modelo sólo muestra como variable significativa el nivel de interés (lo esperado). Pero este resultado para toda la muestra no es demasiado esperanzador. Los residuos no son normales. El gráfico 2 sugiere un cambio de estructura alrededor del año 2000 (y el test de Chow lo confirma).

Por tanto, se decide generar un nuevo modelo con datos desde el año 2000 hasta el 2022.

Segundo modelo

El segundo modelo fue probado desde el año 2000 hasta el año 2022. El resultado es el siguiente:

```
Call:
lm(formula = Delt(MMMF, k = 4) ~ Interes + lag(Delt(Interes,
      k = 4), 1) + Market + Contraction, data = Data[105:nrow(Data),
      ])

Residuals:
    Min       1Q   Median       3Q      Max
-0.105953 -0.030350  0.007021  0.031473  0.104813

Coefficients:
              Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept)   -1.925e-01  2.336e-02  -8.239  2.34e-12 ***
Interes        3.033e+00  3.710e-01   8.174  3.15e-12 ***
lag(Delt(Interes, k = 4), 1) -3.766e-03  1.516e-03  -2.485   0.015 *
Market         1.031e-05  1.743e-06   5.914  7.39e-08 ***
Contraction    1.276e-01  1.444e-02   8.834  1.54e-13 ***
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 0.04566 on 82 degrees of freedom
(5 observations deleted due to missingness)
Multiple R-squared:  0.6698,    Adjusted R-squared:  0.6537
F-statistic: 41.59 on 4 and 82 DF,  p-value: < 2.2e-16
```

Todas las variables del modelo mejoran drásticamente y los residuos pasan los test de normalidad.

Lo interesante para la investigación es que el nivel de interés afecta de forma positiva a la cuota de mercado de los fondos monetarios y la subida de interés afecta de forma negativa tal y como hemos comentado en el cuerpo principal del artículo.

UFM MARKET  **TRENDS**



INSTITUTO
JUAN DE MARIANA