COMISIÓN
EUROPEA

Bruselas, 11.5.2026
COM(2026) 350 final

# INFORME DE LA COMISIÓN AL PARLAMENTO EUROPEO Y AL CONSEJO

## sobre la idoneidad del Reglamento (UE) 2017/1131 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre fondos del mercado monetario desde un punto de vista prudencial y económico

**RESUMEN**

El Reglamento sobre fondos del mercado monetario (en lo sucesivo, «el Reglamento sobre FMM») entró en vigor en 2018 y estableció un marco global para los fondos del mercado monetario (FMM) de la UE. Reconoce el importante papel de estos últimos en la financiación de la economía, en particular la financiación a corto plazo de las autoridades públicas y las empresas, y en la satisfacción de las necesidades de los inversores. Los FMM de la UE ofrecen un instrumento de inversión líquido y convenientemente regulado que contribuye a la consecución de los objetivos de la Unión de Ahorros e Inversiones.

El Reglamento sobre los FMM incluye salvaguardias destinadas a fortalecer la resiliencia de los FMM, que es esencial para la confianza de los inversores en el producto. El informe de la Comisión sobre los FMM de 2023[1] constató que el marco es eficaz en términos generales para reducir los riesgos de liquidez y señaló determinados aspectos de los riesgos de liquidez que requieren una evaluación más detallada. El presente informe expone los resultados del trabajo analítico complementario realizado sobre los riesgos de liquidez y las conclusiones sobre la mejora de la resiliencia de los FMM.

Los FMM son diversos y experimentan distintos niveles de perturbaciones de liquidez en función de su tipo (valor liquidativo variable, valor liquidativo de baja volatilidad y valor liquidativo constante), moneda, inversores y usos. Debido a estas diferencias, los FMM mantienen las reservas de liquidez por encima de los mínimos exigidos, teniendo en cuenta las características específicas de cada fondo y sus resultados en las pruebas de resistencia. Este enfoque prudente por parte de los gestores de FMM puede explicarse por el control de los inversores (posibilitado por las normas de transparencia del Reglamento sobre los FMM), la supervisión de los organismos reguladores y la preocupación por los riesgos para la reputación.

Los FMM han demostrado su capacidad para reconstituir colchones de liquidez incluso en períodos de tensión en los mercados, lo que refleja una gestión activa del riesgo de liquidez y una supervisión eficaz. Esto sugiere que los diferentes mecanismos establecidos en el Reglamento sobre los FMM se han aplicado de manera coherente, bajo la coordinación de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM).

En el marco del presente informe se ha evaluado la resiliencia de los activos líquidos semanales, que se considera una referencia útil para la gestión y supervisión del riesgo de liquidez. Sobre la base de un análisis exhaustivo de los datos, el presente informe concluye que los niveles de referencia adecuados de los activos líquidos semanales («niveles de resiliencia del mercado») son del 20 % para los FMM de valor liquidativo variable y del 40 % para los FMM de valor liquidativo constante y de valor liquidativo de baja volatilidad.

Por consiguiente, la Comisión considera que estos niveles de resiliencia del mercado pueden servir de referencia para los gestores de FMM, en particular en las funciones de gestión de riesgos, y para las autoridades nacionales competentes, a fin de ayudar a detectar situaciones que puedan justificar un seguimiento más estrecho y una intervención mayor por parte de las autoridades de supervisión.

[1] Informe de la Comisión al Parlamento Europeo y al Consejo sobre la idoneidad del Reglamento (UE) 2017/1131 del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre fondos del mercado monetario, desde una óptica prudencial y económica [COM(2023) 452]: EUR-Lex - 52023DC0452 - ES - EUR-Lex.

## Índice


**RESUMEN** ..... **1**

**ABREVIATURAS** ..... **3**

**1 INTRODUCCIÓN** ..... **5**

**2 EVALUACIÓN DE LA GESTIÓN DE LA LIQUIDEZ DE LOS FMM** ..... **7**

2.1 Niveles de los colchones de liquidez ..... 7

2.2 Cómo satisfacen los FMM las solicitudes de reembolso ..... 10

**3 EVALUACIÓN DE LOS NIVELES ADECUADOS DE RESILIENCIA DEL MERCADO DE FMM** ..... **12**

**4 CONCLUSIÓN** ..... **14**

**5 ANEXO I: NIVELES DE LOS COLCHONES DE LIQUIDEZ** ..... **15**

5.1 Estadísticas sobre los niveles de los colchones de liquidez ..... 15

5.2 Ejemplos de FMM que experimentan grandes perturbaciones de reembolso ..... 15

**6 ANEXO II: COMPORTAMIENTO DE LOS REEMBOLSOS EN CONDICIONES DE TENSIÓN EN EL MERCADO** ..... **17**

6.1 La tensión del mercado al inicio de la pandemia de COVID-19 ..... 17

**6.1.1 Impacto global en el mercado** ..... **17**

**6.1.2 Efectos y reacciones desiguales entre los FMM** ..... **17**

6.2 El evento de mercado relacionado con estrategias de inversión basadas en el pasivo ..... 18

**7 ANEXO III: NIVELES DE RESILIENCIA DEL MERCADO** ..... **20**

7.1 Calibración de las perturbaciones de reembolso ..... 20

7.2 Calibración de los «umbrales de resiliencia del mercado» ..... 21

**ABREVIATURAS**

| | |
|---|---|
| Directiva GFIA | Directiva sobre los gestores de fondos de inversión alternativos |
| *Sin siglas en español* | FMM de valor liquidativo constante de deuda pública (en inglés se utilizan las siglas «CNAV MMF»), según se define en el artículo 2, punto 11, del Reglamento sobre los FMM |
| *Sin siglas en español* | Activos líquidos diarios (en inglés se utilizan las siglas «DLA»), de conformidad con los requisitos del artículo 24, apartado 1, letras c) y d), y en el artículo 25, apartado 1, letra c), del Reglamento sobre los FMM |
| BCE | Banco Central Europeo |
| AEVM | Autoridad Europea de Valores y Mercados |
| JERS | Junta Europea de Riesgo Sistémico |
| EUR | Euro |
| FSB | Consejo de Estabilidad Financiera |
| GBP | Libra esterlina |
| *Sin siglas en español* | Instrumento de gestión de la liquidez (en inglés se utilizan las siglas «LMT») |
| *Sin siglas en español* | FMM de valor liquidativo de baja volatilidad (en inglés se utilizan las siglas «LVNAV MMF»), según se define en el artículo 2, punto 12, del Reglamento sobre los FMM |
| *Sin siglas en español* | Gestión del riesgo de liquidez (en inglés se utilizan las siglas «LRM») |
| FMM | Fondo del mercado monetario (en inglés se utilizan las siglas «MMF»). Los FMM se refieren a fondos domiciliados en la UE a menos que se indique lo contrario (por ejemplo, FMM estadounidenses). |
| Gestor de FMM | El gestor del FMM, según se define en el artículo 2, punto 23, del Reglamento sobre los FMM |
| Reglamento sobre los FMM | Reglamento (UE) 2017/1131, sobre fondos del mercado monetario |
| *Sin siglas en español* | Valor liquidativo (en inglés se utilizan las siglas «NAV») |
| ANC | Autoridades nacionales competentes, a saber, la autoridad competente en relación con el FMM, según se define en el artículo 2, punto 17, del Reglamento sobre los FMM |
| UAI | Unión de Ahorros e Inversiones, una iniciativa de la Comisión que trata de crear mejores oportunidades financieras para los ciudadanos de la UE, al tiempo que se refuerza la capacidad del sistema financiero para conectar el ahorro con las inversiones productivas |
| USD | Dólar estadounidense |
| OICVM | Organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios |
| *Sin siglas en español* | FMM de valor liquidativo variable (en inglés se utilizan las siglas «VNAV MMF»), según se define en el artículo 2, punto 13, del Reglamento sobre los FMM |
| *Sin siglas en español* | Vida media ponderada (en inglés se utilizan las siglas «WAL»), según se define en el artículo 2, punto 20, del Reglamento sobre los FMM |
| *Sin siglas en español* | Vencimiento medio ponderado (en inglés se utilizan las siglas «WAM»), según se define en el artículo 2, punto 19, del Reglamento sobre los FMM |
| *Sin siglas en español* | Activos líquidos semanales (en inglés se utilizan las siglas «WLA»), de conformidad con los requisitos del artículo 24, apartado 1, letras e) y f), y en el artículo 25, apartado 1, letra d), del Reglamento sobre los FMM |

Informe de la Comisión al Parlamento Europeo y al Consejo sobre la idoneidad del Reglamento (UE) 2017/1131 del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre fondos del mercado monetario, desde una óptica prudencial y económica [COM(2023) 452]

# 1 INTRODUCCIÓN

Los FMM desempeñan un papel clave en el sistema financiero como instrumentos de gestión de efectivo para las empresas y una oportunidad para los inversores que buscan inversiones de baja volatilidad con mayores niveles de rendimiento que los depósitos bancarios. El aumento de los activos en FMM de la UE en los últimos cinco años (+ 45 % entre 2019 y 2024) demuestra el éxito de este marco. En la UE, 455 FMM poseían en total aproximadamente 1 950 000 000 000 EUR en activos a finales de 2024. Los FMM de la UE están establecidos principalmente en Irlanda, Luxemburgo y Francia. Como consecuencia de ello, los FMM de la UE ofrecen un instrumento de inversión regulado que contribuye a diversificar las oportunidades de inversión y la gestión de riesgos, en consonancia con los objetivos de la Unión de Ahorros e Inversiones (UAI). También ofrecen opciones de financiación adicionales a las empresas de la UE, lo que les permite crecer, innovar y crear empleo.

**Los FMM de la UE de un vistazo**

- Denominados en EUR (~ 45 %), USD (~ 32 %) y GBP (~ 23 %).
- Establecidos en Irlanda (44 %), Luxemburgo (30 %) y Francia (24 %).
- Propiedad de inversores profesionales (90 %), incluidos inversores de fuera de la UE en el caso de los FMM domiciliados en Irlanda (77 %) y Luxemburgo (63 %).
- FMM de valor liquidativo de baja volatilidad (~ 46 %), FMM de valor liquidativo variable (~ 43 %) y FMM de valor liquidativo constante (~ 11 % del valor liquidativo).

Fuente: AEVM, mercado de FMM de la UE en 2023 y datos correspondientes al cuarto trimestre de 2024.

En 2018 entró en vigor el Reglamento sobre los FMM, que estableció un marco global de regulación y supervisión para los FMM de la UE, que «proporcionan financiación a corto plazo a entidades financieras, sociedades y gobiernos [y] contribuyen a la financiación de la economía de la Unión» (considerando 1 del Reglamento sobre los FMM).

Se han revisado la Directiva sobre los gestores de fondos de inversión alternativos (en lo sucesivo, «Directiva GFIA») y la Directiva sobre los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (en adelante, «Directiva OICVM») para introducir un marco reforzado y más armonizado para la gestión del riesgo de liquidez, en particular mediante el requisito de que los gestores seleccionen al menos un instrumento de gestión de la liquidez de una lista prescrita y lo apliquen. Este marco, aplicable desde el 16 de abril de 2026, mejora la coherencia entre los fondos y refuerza la estabilidad financiera general.

El Reglamento sobre los FMM proporciona un marco armonizado para reforzar la resiliencia del sector y mitigar el riesgo sistémico, con disposiciones que abarcan, entre otras cosas, los activos aptos, la composición de la cartera, la valoración, la gestión de riesgos, la prohibición del apalancamiento, la transparencia y la presentación de informes. Los requisitos relativos a la composición de la cartera constituyen un pilar central del Reglamento sobre los FMM. Entre ellos se incluyen disposiciones destinadas a garantizar la liquidez de los FMM, como disposiciones sobre los colchones de liquidez y otras que describen la función y las obligaciones del gestor de FMM (como los límites de vencimiento y la calidad crediticia[2]; véase más adelante). Los diferentes tipos de FMM de la UE y sus características clave y requisitos normativos se exponen en el cuadro 1. Dicho cuadro muestra los umbrales mínimos que establece la normativa para los activos líquidos diarios y semanales que deben mantener los FMM. Los umbrales mínimos definidos en el Reglamento sobre los FMM tienen por objeto garantizar, junto

[2] Los gestores de FMM son responsables de garantizar el cumplimiento del Reglamento sobre los FMM. Tienen obligaciones específicas, como las de evaluar la calidad crediticia de los activos de los FMM, realizar pruebas de resistencia, valorar los activos e informar a los inversores.

con otras salvaguardias, que los FMM puedan satisfacer los reembolsos de los inversores a lo largo del tiempo.

**Cuadro 1: Principales requisitos y características de los FMM de la UE**

| | FMM a corto plazo | | | FMM estándar |
|---|---|---|---|---|
| | Valor liquidativo estable | | Valor liquidativo variable | |
| **Requisitos** | **Valor liquidativo constante** | **Valor liquidativo de baja volatilidad** | **Valor liquidativo variable a corto plazo** | **Valor liquidativo variable estándar** |
| **Vencimiento medio ponderado** | Máx. 60 días | | | Máx. 6 meses |
| **Vida media ponderada** | Máx. 120 días | | | Máx. 12 meses |
| **Vencimiento de los activos** | Máx. 397 días | | | Máx. 2 años con un reinicio de 397 días |
| **Activos líquidos diarios** | Mín. 10 % | | Mín. 7,5 % | |
| **Activos líquidos semanales** | Mín. 30 % (incluido hasta el 17,5 % de la deuda pública que venza en un plazo de 190 días) | | Mín. 15 % | |
| **Otros** | Ausencia de apalancamiento, diversificación, requisitos de calidad crediticia, transparencia e información | | | |

En 2023, la Comisión publicó un informe[3] (el informe sobre los FMM de 2023) que mostraba que «el Reglamento sobre los FMM superó con éxito la prueba que supuso la crisis de liquidez experimentada por los FMM durante las turbulencias del mercado relacionadas con la COVID-19 de marzo de 2020, los recientes aumentos de los tipos de interés y la consiguiente revisión de los precios de los activos financieros»[4]. Aunque el informe llegaba a la conclusión de que el marco ha sido, en líneas generales, capaz de garantizar la resiliencia del sector, destacaba determinados aspectos de la gestión del riesgo de liquidez que requerían una evaluación más detallada para garantizar la resiliencia de los FMM.

A modo de seguimiento del informe sobre los FMM de 2023, el presente informe evalúa el funcionamiento de los FMM sobre la base de un amplio trabajo analítico y se apoya en múltiples fuentes de datos[5] y consultas[6] para examinar cómo se gestionan los riesgos de liquidez. Evalúa cómo responden los FMM a las perturbaciones de liquidez y cómo mitigan los gestores el riesgo de liquidez, en particular a través de colchones de liquidez.

[3] «Commission adopts report on the functioning of the Money Market Funds Regulation (MMF)» - Finance [«La Comisión adopta un informe relativo al funcionamiento del Reglamento sobre fondos del mercado monetario (FMM)» (Finanzas), página en inglés].
[4] Informe sobre los FMM de 2023, p. 21.
[5] Los datos proceden de las siguientes fuentes: Crane Data, Morningstar, la AEVM y las autoridades nacionales competentes (ANC).
[6] «Targeted consultation on the functioning of the Money Market Fund Regulation» [«Consulta específica de la Comisión sobre el funcionamiento del Reglamento sobre fondos del mercado monetario», página en inglés], 12 de abril de 2022, y «Targeted consultation assessing the adequacy of the macroprudential policies for non-bank financial intermediation (NBFI)» [«Consulta específica de la Comisión destinada a evaluar la idoneidad de las políticas macroprudenciales para la intermediación financiera no bancaria», página en inglés], 22 de mayo de 2024.

En el presente informe se exponen las principales conclusiones sobre la evaluación de la gestión de la liquidez de los FMM (sección 2) y un análisis de los niveles adecuados de resiliencia del mercado (sección 3). Los anexos ofrecen un análisis técnico más profundo de estos temas.

## 2 EVALUACIÓN DE LA GESTIÓN DE LA LIQUIDEZ DE LOS FMM

### 2.1 Niveles de los colchones de liquidez

La Comisión llevó a cabo un análisis de los colchones de liquidez a nivel del sector en su conjunto (análisis macroeconómico) y a nivel de cada FMM (nivel micro) para comprender cómo se determinan los niveles y si el mercado muestra un comportamiento coherente.

**Conclusión clave n.º 1. La mayoría de los FMM de la UE mantienen colchones de liquidez muy por encima de los requisitos mínimos establecidos en el Reglamento sobre los FMM**

Los FMM adoptan una amplia gama de niveles de colchón de liquidez vinculados a sus situaciones específicas, en particular su propensión a recibir solicitudes de reembolso de tamaño variable en función de su base de inversores. Entre el primer trimestre de 2020 y el cuarto trimestre de 2025, los FMM de valor liquidativo variable mantuvieron en promedio al menos el 19 % en activos líquidos diarios y el 29 % en activos líquidos semanales, frente a los mínimos reglamentarios del 7,5 y el 15 %, respectivamente, mientras que los FMM de valor liquidativo constante y de valor liquidativo de baja volatilidad mantuvieron colchones aún más elevados, con una media del 36 % en activos líquidos diarios y del 54 % en los semanales, frente a los umbrales mínimos del 10 y el 30 % establecidos por la normativa, respectivamente.

El cuadro 2 presenta la distribución de activos líquidos diarios y semanales por tipo de FMM a lo largo de un período de seis años. Por ejemplo, en lo que se refiere a la distribución de activos líquidos semanales para los FMM de valor liquidativo de baja volatilidad, el colchón medio fue del 50 %, mientras que los FMM de valor liquidativo de baja volatilidad tenían un colchón medio inferior al 43 % para el percentil 25 y un colchón medio del 54 % para el percentil 75. Estos datos muestran que la gran mayoría de los FMM de valor liquidativo de baja volatilidad (75 %) presentaban un nivel medio de activos líquidos semanales superior al 43 %. Pueden observarse conclusiones similares para las demás categorías de FMM y para sus respectivos activos líquidos diarios.

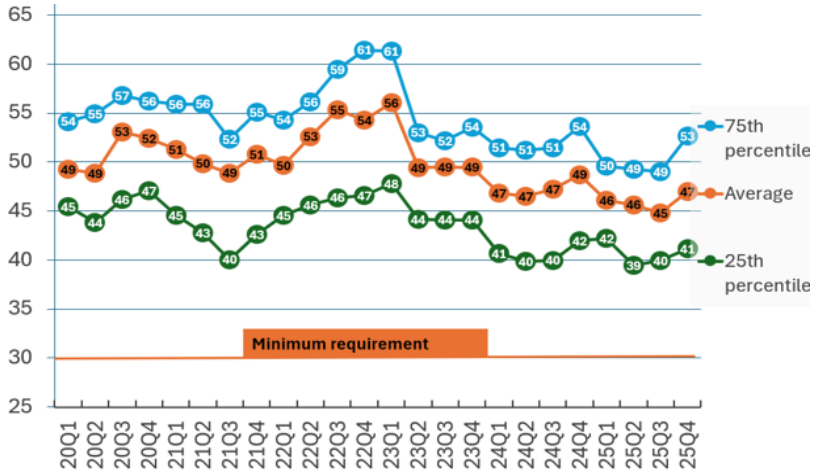
**Cuadro 2: Distribución de los activos líquidos diarios y semanales por tipo de FMM a lo largo de un período de seis años (en porcentaje del valor liquidativo de los FMM)**

| | | Tipo de FMM | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | **Valor liquidativo constante** | **Valor liquidativo de baja volatilidad** | **Valor liquidativo variable a corto plazo** | **Valor liquidativo variable estándar** |
| **Activos líquidos diarios** | **Percentil 25** | 24 % | 25 % | 11 % | 8 % |
| | **Media** | 40 % | 33 % | 22 % | 15 % |
| | **Percentil 75** | 53 % | 38 % | 28 % | 18 % |
| **Activos líquidos semanales** | **Percentil 25** | 41 % | 43 % | 22 % | 16 % |
| | **Media** | 59 % | 50 % | 35 % | 24 % |
| | **Percentil 75** | 76 % | 54 % | 43 % | 28 % |

Fuentes: Comisión Europea, sobre la base de los datos de la AEVM del primer trimestre de 2020 al cuarto trimestre de 2025.

El hecho de que la mayoría de los FMM de la UE mantengan colchones de liquidez muy por encima de los requisitos mínimos establecidos en el Reglamento sobre los FMM se explica por el enfoque generalmente prudente adoptado por los FMM de la UE, impulsado por una supervisión estricta, el control de los inversores (facilitado por los requisitos de transparencia del Reglamento sobre los FMM) y una mayor sensibilidad a los riesgos para la reputación. Este comportamiento se mantiene relativamente estable a lo largo del tiempo, con algunas variaciones (véanse el gráfico 1 sobre el valor liquidativo de baja volatilidad y el anexo I). El gráfico 1 muestra que el nivel más bajo observado entre 2020 y 2025 fue un colchón de liquidez medio del 45 %, y que el percentil 25 nunca cayó por debajo de una media del 40 % (segundo trimestre de 2025).

**Gráfico 1: Tendencias en la distribución de los activos líquidos semanales en el caso de los FMM de valor liquidativo de baja volatilidad**




Fuente: Comisión Europea, sobre la base de los datos de la AEVM del primer trimestre de 2020 al cuarto trimestre de 2025.

Nota: Tendencias en el promedio de activos líquidos semanales y en los percentiles 25 y 75 de los activos líquidos semanales (como porcentaje del valor liquidativo) en el valor liquidativo de baja volatilidad.

Se observan patrones similares en otros requisitos cuantitativos en virtud del Reglamento sobre los FMM, lo que indica un enfoque prudente en todo el sector de los FMM. Por ejemplo, los niveles de vida media ponderada se mantuvieron muy por debajo de los máximos aplicables en virtud de la normativa. En el caso de los FMM de valor liquidativo constante, de valor liquidativo de baja volatilidad y de valor liquidativo variable a corto plazo, los niveles medios y medianos de la vida media ponderada variaban generalmente entre 40 y 65 días, frente al máximo de 120 días establecido en la normativa. Esto indica que los vencimientos de los activos son, en promedio, más cortos que el límite fijado en la normativa por un factor de dos o tres, **lo que permite un reembolso más rápido y contribuye a la reposición de los colchones de liquidez**. Los FMM de valor liquidativo variable estándar presentan niveles de vida media ponderada más elevados, con niveles medios y medianos de entre 110 y 125 días aproximadamente, muy por debajo del límite de 360 días definido en la normativa[7].

**Conclusión clave n.º 2. Los FMM mantienen diferentes niveles de colchones de liquidez debido a sus diferentes características a causa de los distintos grados de posibles perturbaciones de liquidez**

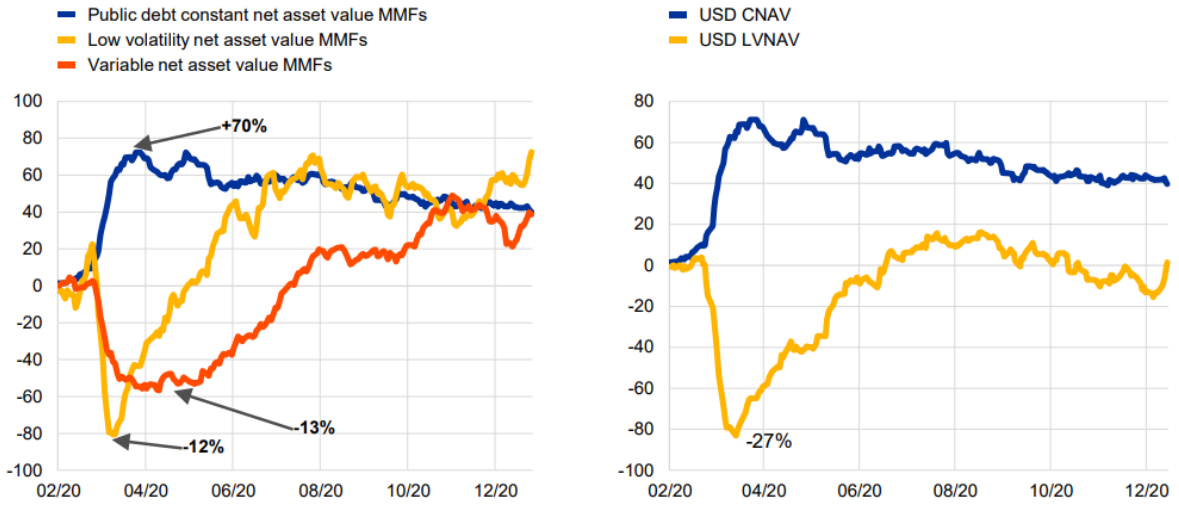
Los FMM suelen operar con colchones por encima de los mínimos establecidos en la normativa, aunque estos pueden variar. Esto se debe a que los FMM tienen características diferentes, como la categoría (valor liquidativo variable, valor liquidativo de baja volatilidad o valor liquidativo constante), la moneda

[7] Informe de la AEVM sobre los FMM (2023) y Crane Data.

de denominación, la composición de la base de inversores y los casos de uso (véase el anexo II). Por lo tanto, están sujetos a distintos grados de posibles perturbaciones de liquidez. Incluso los FMM de tipo y moneda similares no tienen la misma vulnerabilidad a las perturbaciones de liquidez.

A este respecto, en promedio, los FMM experimentaron perturbaciones de reembolso durante el evento del mercado relacionado con la COVID-19 (véase el gráfico 2) **gestionables mediante sus colchones de liquidez**. El gráfico 2 muestra que, a lo largo de un mes, los FMM de valor liquidativo variable experimentaron retiradas de aproximadamente un 13 %, frente a un colchón de liquidez semanal mínimo del 15 %. Los FMM de valor liquidativo de baja volatilidad registraron salidas de alrededor del 12 %, que se elevaron al 27 % en el caso de los fondos denominados en USD, frente a un colchón de liquidez semanal del 30 %. En cambio, los FMM de valor liquidativo constante registraron entradas significativas durante la fase inicial de la pandemia de COVID-19.

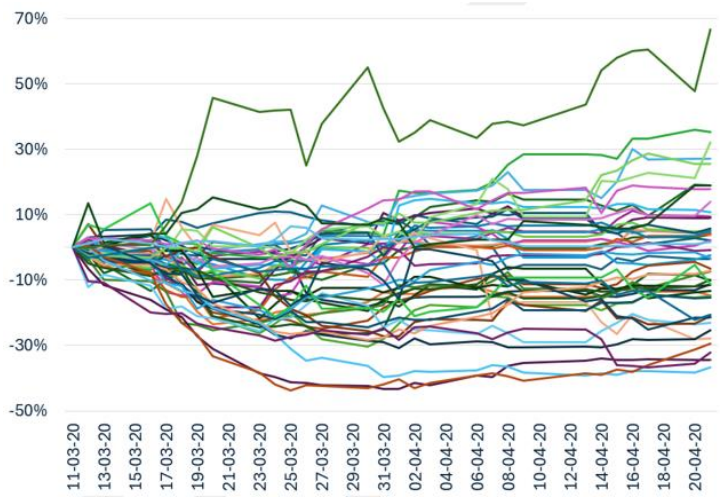
**Gráfico 2: Flujos netos acumulados en los FMM al inicio del evento de mercado relacionado con la COVID-19**




Fuentes: Informe de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS), julio de 2021, *Issues note on systemic vulnerabilities of and preliminary policy considerations to reform money market funds* [«Nota informativa sobre vulnerabilidades sistémicas y consideraciones políticas preliminares para reformar los fondos del mercado monetario», documento en inglés].
Nota: Flujos diarios netos acumulados, desglosados por tipo de FMM y expresados en miles de millones de euros (eje y). Los valores positivos indican suscripciones netas, mientras que los valores negativos indican reembolsos netos. Los porcentajes muestran los flujos de fondos en relación con el valor liquidativo de cada tipo de fondo.

Por su parte, los FMM de valor liquidativo de baja volatilidad denominados en USD experimentaron una perturbación significativa del reembolso durante el evento de mercado relacionado con la COVID-19. Sin embargo, el impacto fue extremadamente desigual en esa cohorte de FMM, ya que el 6 % experimentó salidas netas acumuladas superiores al 30 %, mientras que el 10 % no registró ningún reembolso. Entre estos dos extremos, se observaron varios niveles intermedios de entradas o salidas, como se muestra en el gráfico 3. Las líneas representan los flujos netos acumulados de los distintos FMM de valor liquidativo de baja volatilidad denominados en USD a lo largo de aproximadamente las cinco semanas que duró el evento de mercado relacionado con la COVID-19.

**Gráfico 3: Flujos acumulados de los distintos FMM de valor liquidativo de baja volatilidad denominados en USD durante el evento de mercado relacionado con la COVID-19**




Fuentes: Crane Data y ANC.
Nota: Cada línea representa los flujos netos acumulados como porcentaje del valor liquidativo (eje y) de un FMM de valor liquidativo de baja volatilidad denominado en USD con un valor liquidativo superior a 1 000 000 000 EUR. Los valores positivos indican suscripciones netas, mientras que los valores negativos indican reembolsos netos. Estos ejemplos muestran que, mientras que los FMM de valor liquidativo de baja volatilidad denominados en USD experimentaron reembolsos significativos durante el evento de mercado relacionado con la COVID-19, el impacto en ellos fue desigual en ese tipo de FMM.

## 2.2 Cómo satisfacen los FMM las solicitudes de reembolso

Las situaciones de tensión en el mercado, por ejemplo durante la COVID-19 y los eventos del mercado de fondos relacionados con inversiones basadas en el pasivo, proporcionan información valiosa sobre la dinámica de la gestión de la liquidez en tales situaciones. La Comisión analizó la capacidad de los FMM para reponer los colchones de liquidez, incluso en condiciones de tensión en el mercado. Apoyándose en amplios conjuntos de datos, este análisis se centró en dos niveles: 1) el mercado en su conjunto, y 2) un examen más detallado de los FMM que se enfrentaron a las perturbaciones de liquidez más graves.

**Conclusión clave n.º 3. Los FMM pueden reponer sus colchones de liquidez bajo una fuerte presión de reembolso, incluso en condiciones de tensión en el mercado**

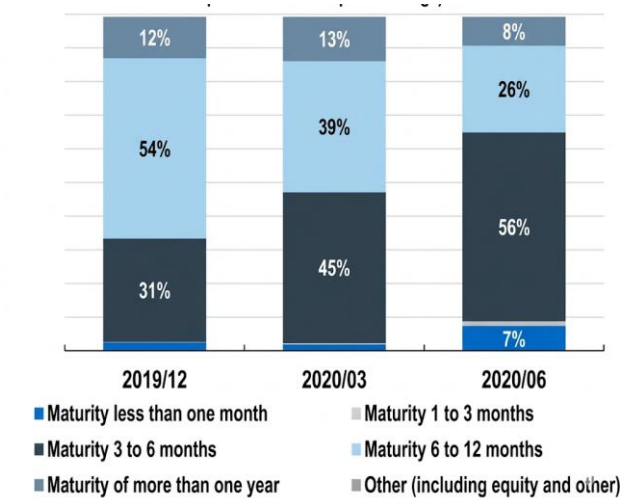
**En condiciones normales de mercado, los FMM suelen mantener y reponer sus colchones de liquidez mediante «operaciones mecánicas».** Esto se logra no solo mediante ciclos renovables de refinanciación de activos de alta calidad con vencimiento a corto plazo (pagarés de empresa, certificados de depósito o letras del Tesoro[8]) y la reinversión del efectivo en nuevos activos con vencimiento a corto plazo, sino también mediante operaciones en el mercado secundario y el uso de financiación garantizada a un día (por ejemplo, operaciones de recompra inversa) que puede dimensionarse al alza o a la baja diariamente. Este proceso está regulado y supervisado sobre la base de los estrictos requisitos de vencimiento del Reglamento sobre los FMM, en particular la vida media ponderada, que limita el vencimiento medio de los activos de los FMM en general y el vencimiento de cada activo individualmente (véase el cuadro 1).

**En condiciones de tensión en el mercado, la «reposición» de los FMM pasa de las operaciones mecánicas a las defensivas**. A medida que se aceleran los reembolsos y se deteriora la liquidez en el mercado secundario, los gestores de FMM aceleran activamente la generación de efectivo liquidando posiciones y reduciendo la exposición a los precios de mercado (véase gráfico 4). Para lograrlo, ajustan la composición de la cartera con el fin de reducir el vencimiento medio ponderado (sensibilidad al precio

[8] Los FMM invierten en instrumentos a corto plazo como pagarés de empresa, certificados de depósito y letras del Tesoro para proporcionar a los inversores rendimientos líquidos y de bajo riesgo.

de mercado) y la vida media ponderada (vencimiento medio)[9] concentrando las reinversiones en los bonos de menor duración y mayor liquidez. Esto permite a los FMM aumentar el ritmo al que se restablecen los colchones de liquidez. El gráfico 3 muestra la evolución de las carteras de bonos de los FMM antes de la pandemia de COVID-19 y al inicio de esta. Ilustra que, en todo el sector, la proporción de bonos con plazos de vencimiento más cortos (de tres a seis meses) en la cartera llegó casi a duplicarse entre diciembre de 2019 y junio de 2020.

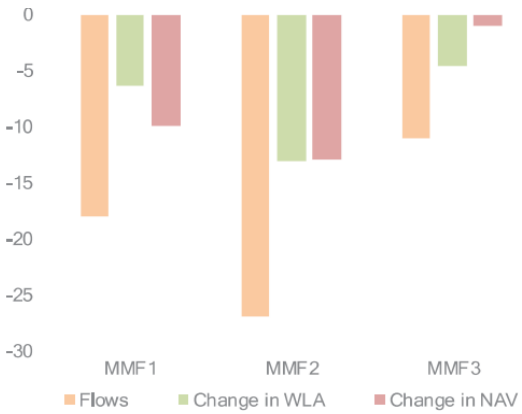
**Gráfico 4: Evolución de la composición de la deuda de los FMM**




Fuente: Federación Europea de Fondos y Sociedades de Inversión (EFIFC), *European MMFs in the Covid-19 market turmoil* [«Los FMM europeos ante la crisis del mercado provocada por la COVID-19», documento en inglés], noviembre de 2020.

Nota: Desglose por vencimiento de las deudas de la cartera de FMM, expresadas como porcentaje de los activos totales de los FMM.

**Gráfico 5: Contraposición entre los activos líquidos semanales y la desviación del valor liquidativo**




Fuente: Informe de la AEVM, *Vulnerabilities in money market funds* [«Vulnerabilidades de los fondos del mercado monetario», documento en inglés], 2021.

Nota: Flujos netos a siete días, activos líquidos semanales como porcentaje del valor liquidativo y desviación del valor liquidativo (en puntos básicos), a 25 de marzo de 2020.

A nivel de cada FMM individual, un análisis de los fondos que registraron un gran número de solicitudes de reembolso puso de manifiesto un patrón similar: estos fondos daban prioridad al mantenimiento de la liquidez y, tras reducir sus colchones de liquidez, consiguieron restablecerlos rápidamente (véanse el gráfico 6 a título ilustrativo y el anexo I). En general, las perturbaciones de reembolso experimentadas por los distintos FMM fueron inferiores al importe de los colchones de liquidez mantenidos, lo que permitió a los fondos satisfacer las solicitudes de reembolso con prontitud. El gráfico 6 muestra el ejemplo de un FMM de valor liquidativo de baja volatilidad que experimentó un escenario de reembolso extremo y cómo mantuvo colchones de liquidez semanales por encima de los mínimos exigidos por la normativa durante el período de referencia. A pesar de registrar un flujo de salida del 45 % durante el período en cuestión, los activos líquidos semanales no se situaron en ningún momento por debajo del 30 %[10].

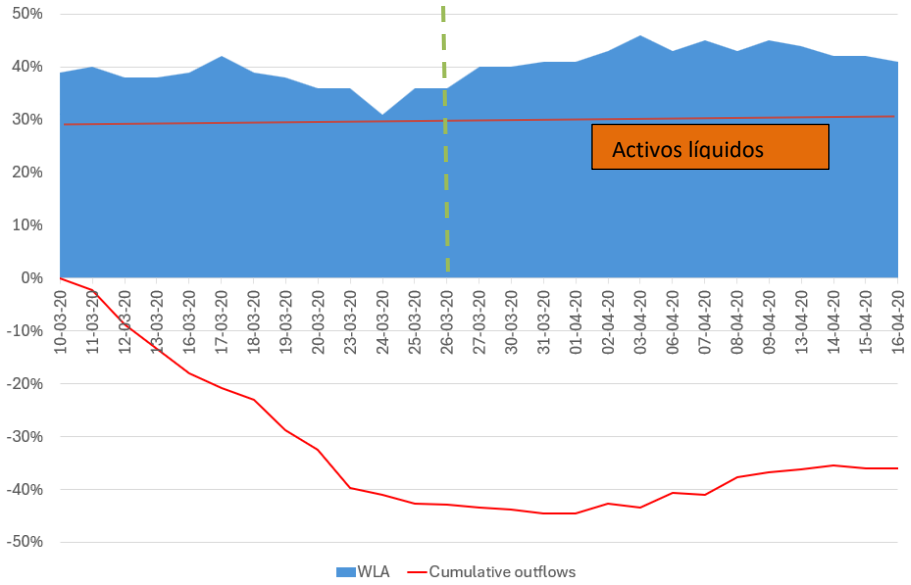
Es preciso indicar que los FMM de valor liquidativo de baja volatilidad han mantenido sus colchones de activos líquidos semanales, ya sea mediante la amortización de carteras o la venta de activos, en un contexto de diferenciales comprador-vendedor más amplios. Esto puede haber provocado desviaciones del valor liquidativo, en particular cuando se vendieron activos menos líquidos, como pagarés de empresa y certificados de depósito. Estas desviaciones del valor liquidativo se ilustran en el gráfico 5.

[9] El riesgo de mercado es proporcional a la duración de los bonos. Al acortar el vencimiento de los bonos mantenidos por las carteras de FMM, estas carteras están menos expuestas al riesgo de mercado al convertir los bonos en efectivo en un plazo más breve.

[10] Cabe señalar que la intervención de los bancos centrales en los mercados de pagarés de empresa también apoyó al sector y contribuyó a evitar nuevas repercusiones para los FMM sometidos a presión.

Por lo tanto, el mantenimiento de los colchones de activos líquidos semanales puede haber requerido la venta de activos menos líquidos, contribuyendo a las desviaciones del valor liquidativo.

**Gráfico 6: Ejemplo de hipótesis más desfavorable de un FMM de valor liquidativo de baja volatilidad sometido a una fuerte perturbación de liquidez**




Fuentes: Crane Data y ANC.

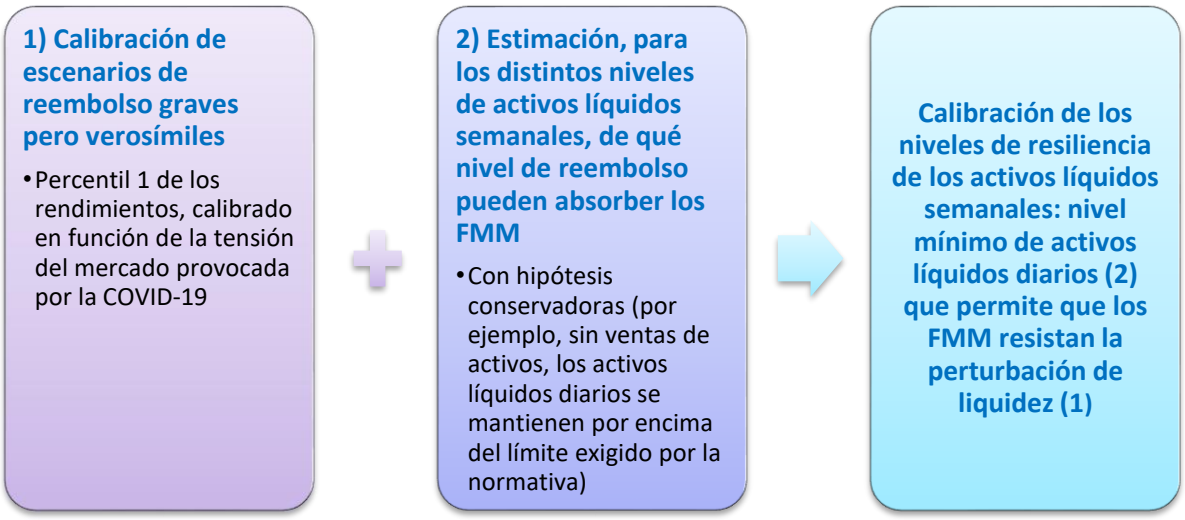
Nota: Ejemplo de un FMM de valor liquidativo de baja volatilidad que experimenta salidas muy significativas, lo que ilustra el impacto en los activos líquidos semanales y el posterior restablecimiento de la liquidez. Pueden consultarse otros ejemplos en el anexo I.

## 3 EVALUACIÓN DE LOS NIVELES ADECUADOS DE RESILIENCIA DEL MERCADO DE FMM

En esta sección se examina la resiliencia del sector de los FMM de la UE frente a aumentos significativos de las solicitudes de reembolso. Como se ha explicado en las secciones anteriores, los colchones de liquidez desempeñan un papel crucial a la hora de satisfacer las solicitudes de reembolso, especialmente en períodos en los que los mercados a corto plazo pueden ser ilíquidos. Para llevar a cabo este análisis, la Comisión calculó el nivel mínimo de los activos líquidos semanales («nivel de resiliencia de los activos líquidos semanales») que, de ser mantenidos por los FMM, permitiría a estos atender solicitudes de reembolso considerables, manteniendo al mismo tiempo los activos líquidos diarios por encima del mínimo exigido por la normativa.

La metodología se resume a continuación y los datos correspondientes se presentan en el anexo III.

**Etapas clave de la metodología utilizada para calibrar el nivel de resiliencia de los activos líquidos semanales**




**Conclusión clave n.º 4. Para resistir las condiciones de tensión del mercado, los niveles de resiliencia de los activos líquidos semanales del 40 % para los FMM de valor liquidativo estable y del 20 % para los FMM de valor liquidativo variable son, en general, suficientes.**

**Este análisis muestra que los niveles de resiliencia de los activos líquidos semanales del 40 % para los FMM de valor liquidativo estable y del 20 % para los FMM de valor liquidativo variable son, en general, suficientes para resistir las condiciones de tensión en el mercado (véase también el anexo III).** Más concretamente, mantener los activos líquidos semanales en estos niveles de resiliencia o por encima de ellos permitiría a los FMM de la UE resistir las perturbaciones de reembolso graves sin tener que recurrir a ventas forzosas de activos, manteniendo al mismo tiempo los activos líquidos diarios por encima de los mínimos exigidos por la normativa. El mantenimiento de los activos líquidos diarios por encima del mínimo contribuye a garantizar la liquidez inmediata para los reembolsos, especialmente en períodos de tensión en los que los FMM pueden experimentar reembolsos durante varios días consecutivos.

Esto significa que, **desde una perspectiva de mercado**, la aplicación uniforme de estos niveles de resiliencia reforzará la capacidad de los FMM de la UE para resistir las condiciones de tensión en el mercado y mitigar la propagación de perturbaciones al resto del sistema financiero y a la economía.

Por lo tanto, la Comisión considera que estos niveles de resiliencia de los activos líquidos semanales podrían servir de puntos de referencia prácticos para la gestión del riesgo de liquidez. Desde el punto de vista de la supervisión, también podrían funcionar como indicadores de alerta temprana, lo que impulsaría un seguimiento más estrecho o un mayor compromiso de supervisión por parte de las ANC cuando los FMM operen persistentemente por debajo de los niveles de resiliencia señalados. Por lo tanto, **estos niveles de resiliencia de los activos líquidos semanales podrían utilizarse para detectar situaciones que requieran una mayor atención por parte de los gestores de FMM, en particular sus equipos de gestión de riesgos, y un mayor compromiso de supervisión de las ANC pertinentes con los gestores de FMM**.

Conviene hacer hincapié en que es poco probable que muchos FMM experimenten perturbaciones de reembolso de la magnitud utilizada para calibrar los niveles de resiliencia de los activos líquidos semanales. Como pone de manifiesto el presente informe, los FMM no son homogéneos: su propensión a enfrentarse a perturbaciones de liquidez depende de sus características específicas y de su base de

inversores. Además, la calibración de los niveles de resiliencia de los activos líquidos semanales se basa en hipótesis conservadoras, en particular la hipótesis de que los activos líquidos diarios no se utilizan una vez que alcanzan el mínimo que exige la normativa.

Por lo tanto, **el establecimiento de los niveles de resiliencia determinados para los activos líquidos semanales como nuevos mínimos de obligado cumplimiento en virtud de la normativa no es proporcionado, dada la heterogeneidad en el sector de los FMM y los tipos de fondos (conclusión clave n.º 2)**. En lugar de ello, la Comisión considera que estos niveles de resiliencia de los activos líquidos semanales pueden servir como referencias para la supervisión y la gestión de riesgos y ayudar a los gestores de FMM y a las ANC a detectar situaciones que puedan requerir un seguimiento más estrecho y una mayor intervención por parte de las autoridades de supervisión.

# 4 CONCLUSIÓN

Las conclusiones del presente informe tienen por objeto servir de base para mejorar la gestión de la liquidez por parte de los gestores de FMM y la supervisión de los FMM por parte de las ANC. Las conclusiones que se exponen en la sección 2 muestran que los niveles de liquidez en todo el sector son diversos, aunque, en general, muy superiores a los umbrales mínimos que exige el Reglamento sobre los FMM. Además, el sector de los FMM en general ha gestionado los riesgos de liquidez de manera responsable, tanto de forma continua como en momentos de tensión en los mercados.

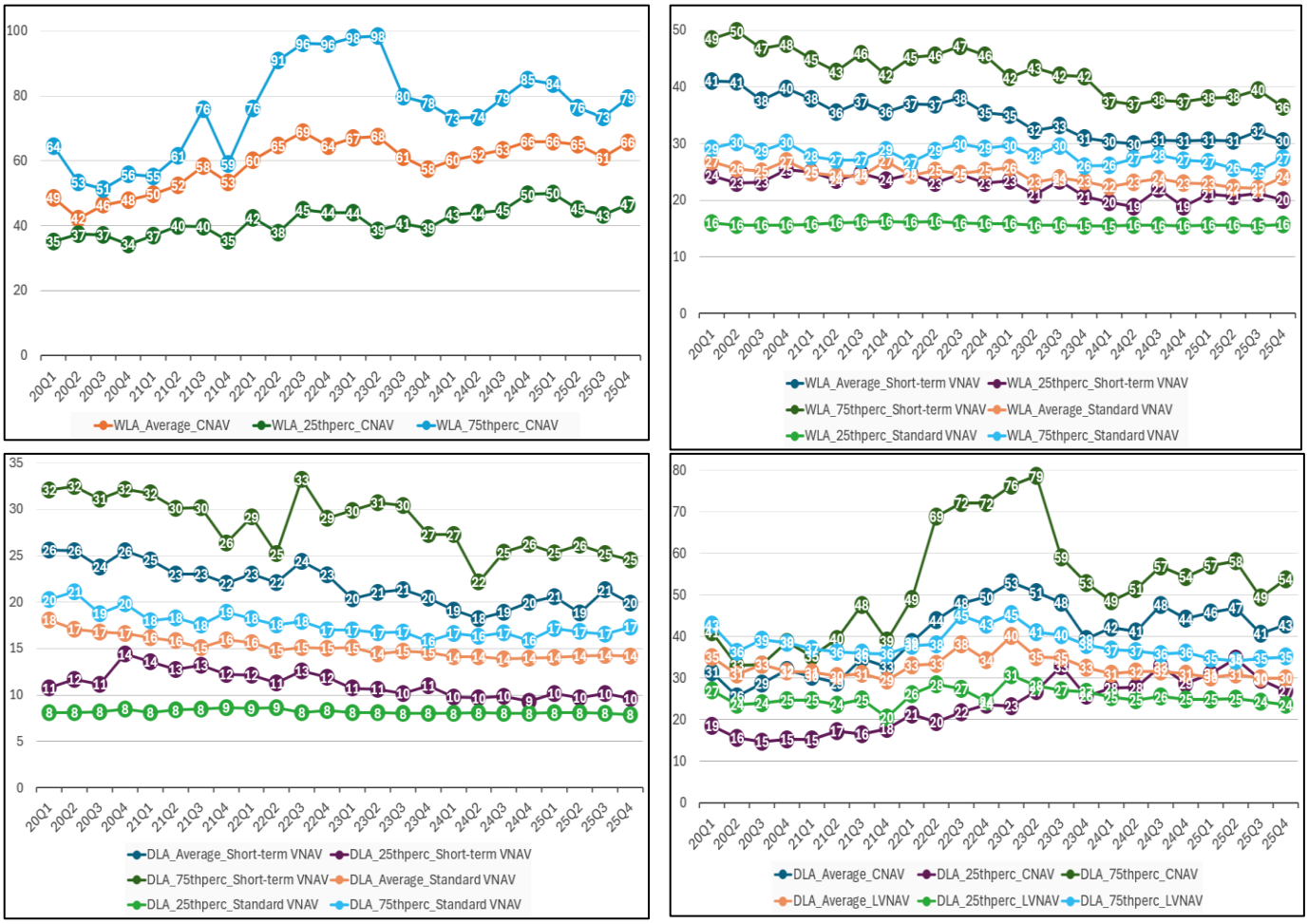
Las conclusiones de la sección 3 indican que los niveles de resiliencia determinados para los activos líquidos semanales pueden servir de referencia para la supervisión y la gestión del riesgo de liquidez, por debajo de los cuales debe aumentarse provechosamente la intensidad del control en el marco de las funciones de gestión de riesgos de los FMM y sus gestores, y reforzarse el control y la intervención con fines de supervisión por parte de las ANC, a fin de garantizar la resiliencia del mercado en su conjunto.

# 5 ANEXO I: NIVELES DE LOS COLCHONES DE LIQUIDEZ

## 5.1 Estadísticas sobre los niveles de los colchones de liquidez

El gráfico I.1 presenta una serie de estadísticas sobre los niveles de los colchones de liquidez, que ilustran que los FMM mantienen la liquidez por encima de los mínimos exigidos por la normativa y su evolución a lo largo del tiempo.

**Gráfico I.1: Niveles de activos líquidos semanales y de activos líquidos diarios**

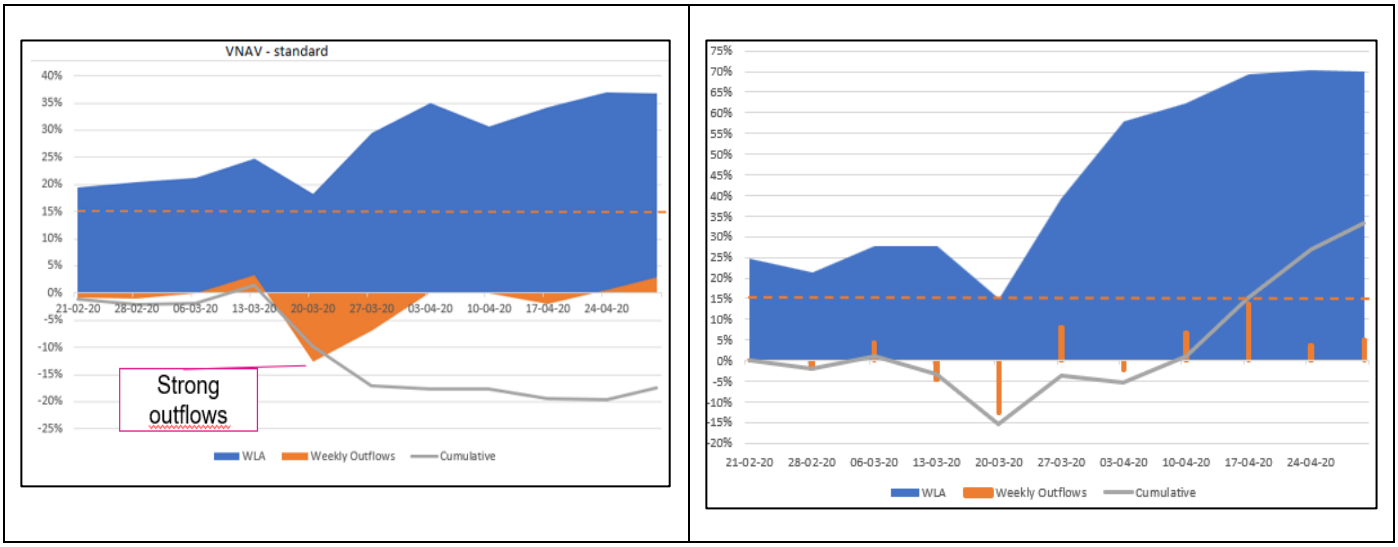



Fuente: Comisión Europea, sobre la base de los datos de la AEVM del primer trimestre de 2020 al cuarto trimestre de 2025.
Nota: Tendencias en los activos líquidos semanales medios y en los percentiles 25 y 75 de los activos semanales medios (como porcentaje del valor liquidativo) en el valor liquidativo de baja volatilidad.

## 5.2 Ejemplos de FMM que experimentan grandes perturbaciones de reembolso

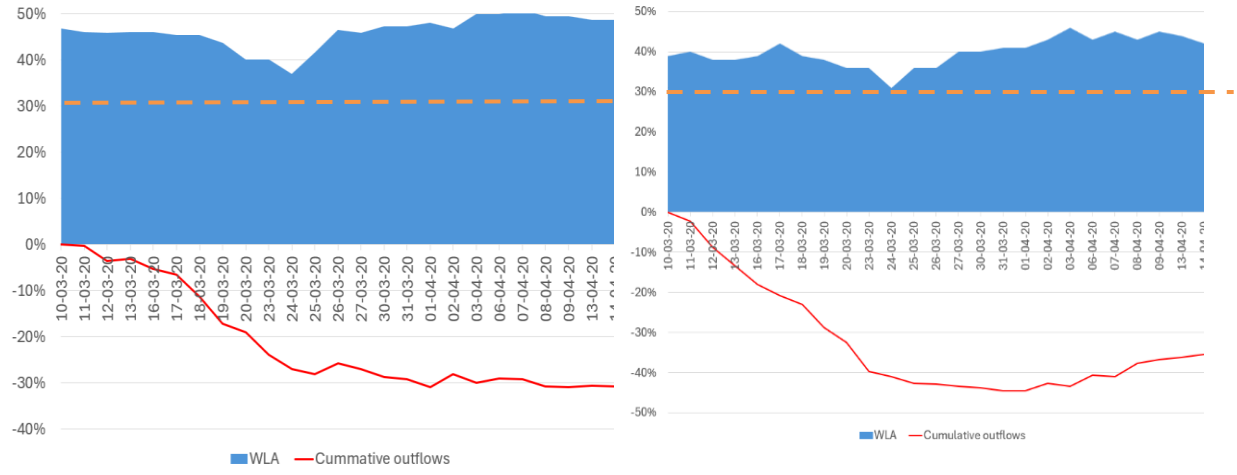
La reposición del colchón de liquidez se analizó centrando el enfoque en el 10 % inferior de los fondos que experimentaron las mayores salidas. El análisis se basó en datos de supervisión de las ANC, otras fuentes de datos, comunicaciones de los fondos sobre la gestión de la liquidez en condiciones de tensión en el mercado y cambios en la composición de las carteras. Se observó un patrón constante: incluso entre los fondos más afectados, los FMM pudieron reconstituir sus colchones de liquidez en un período relativamente corto tras el episodio de tensión.

**Gráfico I.2: Ejemplos de restablecimiento de los colchones de liquidez de dos FMM de valor liquidativo variable que experimentaron solicitudes de reembolso considerables**




Fuentes: Crane Data y ANC.
Nota: Ejemplo de dos FMM de valor liquidativo variable que experimentaron salidas significativas, lo que ilustra el impacto en los activos líquidos semanales y el posterior restablecimiento de los colchones de liquidez. El nivel mínimo del 15 % se muestra en forma de línea discontinua.

**Gráfico I.3: Restablecimiento de colchones de liquidez en el marco de solicitudes de reembolso considerables**




Fuentes: Crane Data y ANC.
Nota: Ejemplo de dos FMM de valor liquidativo de baja volatilidad que experimentaron salidas significativas, lo que ilustra el impacto en los activos líquidos semanales y el posterior restablecimiento de los colchones de liquidez. El nivel mínimo del 30 % se muestra en forma de línea discontinua.

# 6 ANEXO II: COMPORTAMIENTO DE LOS REEMBOLSOS EN CONDICIONES DE TENSIÓN EN EL MERCADO

## 6.1 La tensión del mercado al inicio de la pandemia de COVID-19

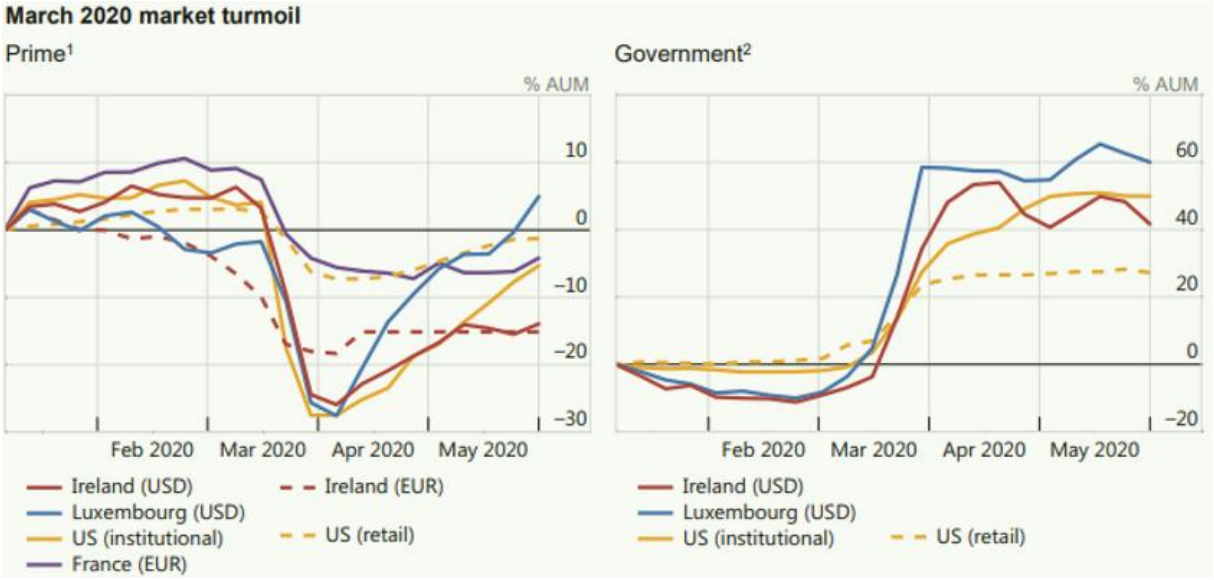
### 6.1.1 Impacto global en el mercado

Los acontecimientos que provocó la pandemia de COVID-19 en el mercado comenzaron a manifestarse en febrero de 2020, a medida que se intensificaba la preocupación por la propagación mundial del virus y los mercados financieros empezaban a revisar el riesgo. Sin embargo, sus efectos en los FMM se materializaron principalmente a mediados de marzo de 2020 y se mantuvieron hasta junio de 2020, cuando se observaron condiciones de tensión en los mercados.

Durante un período de quince días que comenzó a mediados de marzo, los inversores de algunos FMM aumentaron su demanda de liquidez, en particular los que poseían activos en FMM de valor liquidativo de baja volatilidad denominados en USD, que experimentaron importantes presiones de reembolso (alrededor del 18 y el 30 % de esos segmentos de mercado).

Los FMM de valor liquidativo de baja volatilidad denominados en USD registraron las mayores y más prolongadas salidas de todos los FMM a corto plazo europeos en las primeras semanas de marzo de 2020. Esto se debió a que, además de los reembolsos vinculados a las necesidades de efectivo, los inversores cambiaron de preferencia en favor de FMM de valor liquidativo constante de deuda pública en la UE.

**Gráfico II.1: Flujos acumulados de FMM en 2020**




Fuente: FSB, *Policy proposals to enhance MMF resilience* [«Propuestas políticas para mejorar la resiliencia de los FMM», documento en inglés], octubre de 2021.

### 6.1.2 Efectos y reacciones desiguales entre los FMM

El volumen de las solicitudes de reembolso y el comportamiento de los inversores en condiciones normales y de tensión varían considerablemente de un FMM a otro. Las reacciones y los comportamientos están motivados por diferentes factores, principalmente la base de inversores y la situación existente dentro de ella, y por el caso de uso de sus inversiones (véase más adelante), el tamaño de los inversores clave y la combinación de inversores. Otros factores determinantes son el tipo de FMM (valor liquidativo variable, valor liquidativo de baja volatilidad, valor liquidativo constante).

Si bien la clasificación de los fondos y la moneda en que están denominados son factores claramente determinantes, incluso categorías muy similares experimentaron perturbaciones muy diversas durante el período de crisis de la COVID-19 y después de él. Estas diferencias se muestran en el gráfico 3.

Los gráficos 2 y 3 ilustran que, en general, los FMM de valor liquidativo de baja volatilidad denominados en USD experimentaron una importante perturbación de reembolso al inicio de la pandemia de COVID-19. Sin embargo, el impacto fue muy desigual entre los distintos fondos. Menos del 6 % de los FMM de valor liquidativo de baja volatilidad experimentaron salidas acumuladas superiores al 30 % de su valor liquidativo.

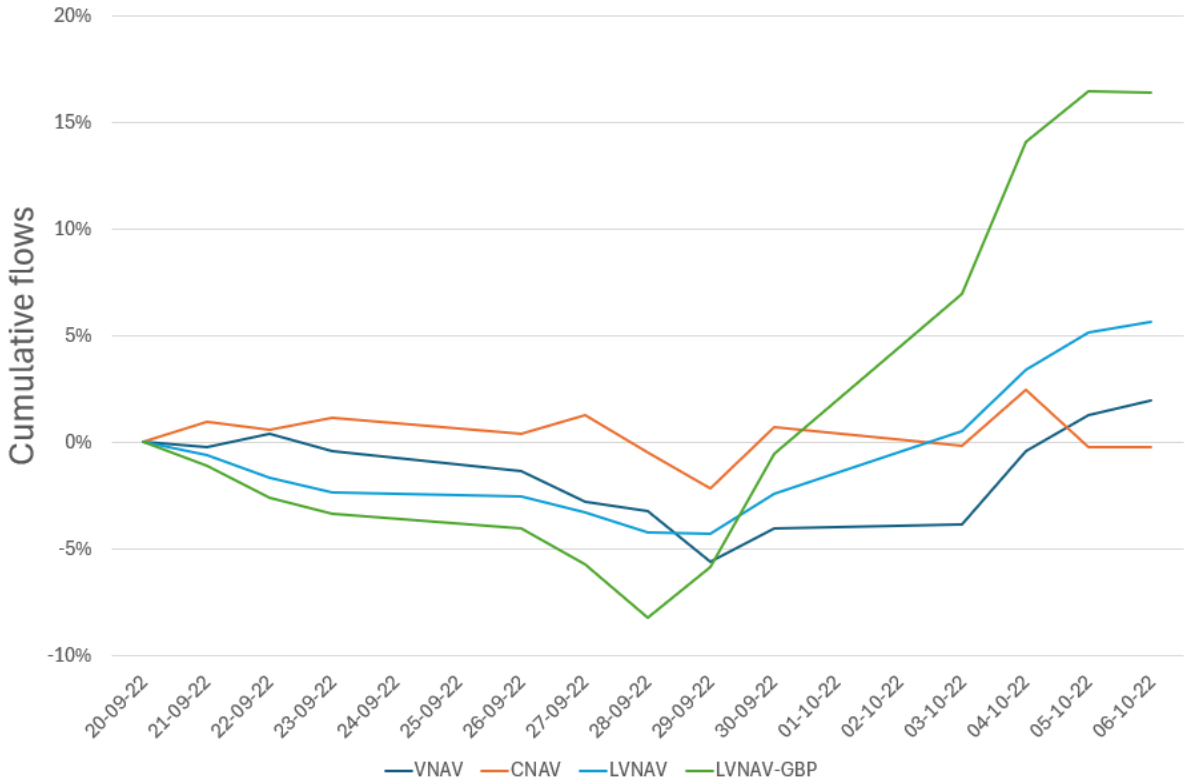
Una de las razones de esta heterogeneidad son los casos de uso de los inversores**.** Tres ejemplos «extremos» estilizados ilustran que un mismo FMM puede experimentar patrones de reembolso muy diferentes en función de la base de inversores y de su comportamiento en diversas situaciones de mercado.

1) **Uso de los FMM como vehículo de gestión de efectivo y «pagos» (ciclo previsible):** algunos inversores institucionales utilizan FMM de valor liquidativo variable como **segmentos de efectivo en sus operaciones**; por ejemplo, el efectivo se invierte a medida que se recaudan las contribuciones/primas y posteriormente se reembolsa siguiendo una **cadencia previsible** (por ejemplo, en torno a los ciclos de pago de pensiones). En esta situación, las salidas suelen **programarse y pueden preverse**, por lo que cualquier disminución de la liquidez es más bien una fluctuación planificada que una retirada masiva. Otros ejemplos similares son los sistemas de pensiones en los que las entradas (cotizaciones) y salidas (pagos de prestaciones) son de naturaleza periódica, lo que crea patrones previsibles en los flujos de tesorería.
2) **Uso de FMM como instrumento de liquidez para activos de garantía o márgenes (patrón potencialmente similar al del efecto acantilado):** cuando los FMM se utilizan (de forma directa o indirecta) como **reservas de liquidez para activos de garantía** en relación con instrumentos derivados u operaciones con pacto de recompra o para atender necesidades de margen relacionadas con inversiones basadas en el pasivo, el factor que motiva el reembolso pueden ser los **movimientos del mercado y los ajustes de los márgenes de garantía correspondientes**. En los fondos de inversión apalancados basados en el pasivo, las necesidades de activos de garantía pueden crecer rápidamente cuando aumentan los niveles de rentabilidad (reflejando las pérdidas de valoración a precios de mercado), desencadenando una carrera por el efectivo de numerosos agentes del mercado al mismo tiempo. En estas circunstancias, los inversores pueden reembolsar las participaciones en FMM para satisfacer solicitudes de ejecución de garantías, o pueden utilizar sus posiciones en FMM en el marco de los flujos de gestión de activos de garantía, creando una **demanda de liquidez más procíclica y correlacionada** que el recurso «puro» a la gestión de efectivo.
3) **Uso de los FMM para poner en común el efectivo de otros fondos gestionados por el mismo gestor de activos del FMM. En este caso, el gestor dispone de visibilidad sobre los flujos de reembolso**.

### 6.2 El evento de mercado relacionado con estrategias de inversión basadas en el pasivo

A finales de septiembre de 2022 se observó un fuerte aumento de los rendimientos de los bonos del Estado británicos y fuertes tensiones en las estrategias de inversión basadas en el pasivo que utilizan los fondos de pensiones. Esto generó importantes pérdidas de valoración a precios de mercado para los fondos de inversión basados en el pasivo, lo que, a su vez, provocó ajustes de los márgenes de variación. Estos ajustes de los márgenes crearon una demanda de efectivo repentina e importante, que se propagó a los FMM denominados en GBP, aunque estos no fueron la fuente de la repentina y extrema demanda de liquidez. Algunos FMM experimentaron salidas rápidas, en particular por parte de inversores institucionales, y respondieron aumentando los colchones de liquidez y acortando los plazos de vencimiento de sus carteras.

**Gráfico II.2: Impacto de la crisis de las inversiones basadas en el pasivo en los flujos de los FMM**

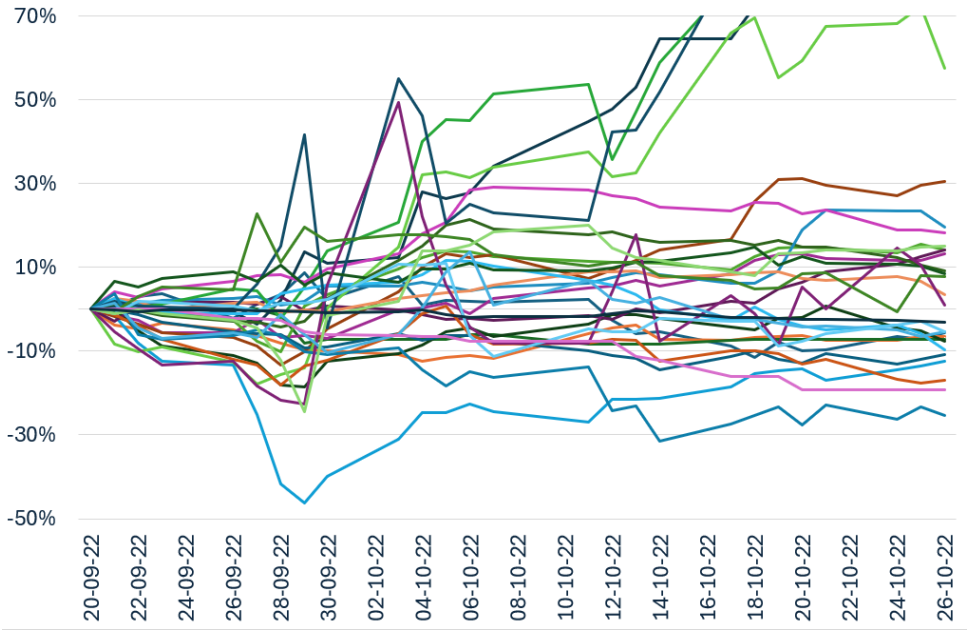



Fuentes: Crane Data y ANC, FMM con un valor liquidativo superior a 100 000 000 EUR.
Nota: Flujos netos acumulados por tipo de FMM, expresados como porcentaje del valor liquidativo.

Las respuestas de los FMM a la repentina demanda de liquidez de los inversores en el evento del mercado relacionado con las inversiones basadas en el pasivo fueron aún más pronunciadas que la respuesta registrada durante la pandemia de COVID-19. Mientras que algunos FMM experimentaron entradas, otros se enfrentaron a veces a fuertes presiones de reembolso. El evento de mercado relacionado con las inversiones basadas en el pasivo tuvo un impacto muy diverso en los FMM de valor liquidativo de baja volatilidad denominados en GBP; solo afectó a un puñado de fondos y no a todo el sector.

Esta incidencia tan diversa se refleja en la distribución de las salidas: aunque el fondo mediano experimentó una salida semanal del – 9 % (– 10 % en términos acumulados), el tramo inferior se enfrentó a tensiones más graves, ya que el percentil 10 registró un – 21 % de salidas semanales y el 1 % más afectado perdió casi el 37 % en una sola semana (– 42 % acumulado). Este fuerte sesgo indica que las tensiones se concentraron en fondos muy utilizados por las estrategias de inversión basadas en el pasivo como colchones de liquidez para responder a los ajustes de los márgenes de garantía y a las ejecuciones de garantías. En cambio, los FMM de valor liquidativo de baja volatilidad denominados en GBP que sirvieron para fines más amplios de gestión de tesorería, con bases de inversores más diversificadas y una vinculación menos directa con la transformación de activos de garantía o las operaciones con pacto de recompra utilizando bonos del Estado británico, registraron entradas durante el mismo período.

**Gráfico II.3: Tendencias del valor liquidativo, FMM de valor liquidativo de baja volatilidad denominados en GBP durante el evento del mercado relacionado con las inversiones basadas en el pasivo**




Fuentes: Crane Data y ANC.
Nota: Cada línea representa los flujos netos acumulados como porcentaje del valor liquidativo (eje y) de un FMM de valor liquidativo de baja volatilidad denominado en GBP con un valor liquidativo superior a 1 000 000 000 EUR. Los valores positivos indican suscripciones netas, mientras que los valores negativos indican reembolsos netos. Estos ejemplos ponen de manifiesto que, si bien los FMM de valor liquidativo de baja volatilidad denominados en GBP experimentaron reembolsos significativos durante el período en que se produjo la crisis de las inversiones basadas en el pasivo en el mercado, el impacto fue desigual en ese tipo de FMM.

# 7 ANEXO III: NIVELES DE RESILIENCIA DEL MERCADO

## 7.1 Calibración de las perturbaciones de reembolso

Al evaluar las perturbaciones de reembolso, se probaron diversos modelos utilizando diferentes fuentes de datos (Crane Data, ANC, Morningstar) y planteamientos metodológicos, prestando especial atención a abordar los problemas de calidad de los datos y a garantizar la solidez.

Finalmente se seleccionó el primer percentil de los reembolsos (en porcentaje del valor liquidativo), ya que refleja condiciones de tensión graves pero verosímiles y, al mismo tiempo, limita la influencia de posibles errores en los datos o valores atípicos.

Este percentil se calibra sobre la base del evento de mercado relacionado con la pandemia de COVID-19 y refleja, por tanto, un escenario profundamente adverso. Cabe señalar que estos escenarios pueden no ser realistas para muchos FMM que se benefician de una base de inversores previsible. No obstante, este enfoque tan estricto se considera adecuado en el contexto de la existencia de posibles riesgos de contagio, en particular el contagio en lo que respecta a la reputación.

La importancia del contagio también puede evaluarse en el contexto de las prácticas de conocimiento del cliente y del hecho de que, en virtud de la normativa vigente, los FMM tienen el deber de divulgar

periódicamente determinada información a sus inversores. Además, muchos inversores necesitan información más frecuente y detallada, lo que puede mitigar aún más los riesgos de contagio.

**Cuadro III.1: Rango de distribución del escenario de reembolso del primer percentil, según las distintas fuentes de datos [mín. 1.er percentil, máx. 1.er percentil]**

| | Diario | Semanal | Mensual |
|---|---|---|---|
| **Valor liquidativo variable** | [− 4; − 8 %] | [− 6; − 19 %] | [− 16; − 45 %] |
| - **Valor liquidativo variable estándar** | [− 4; − 8 %] | [− 4; − 21 %] | [− 9; − 45 %] |
| - **Valor liquidativo variable a corto plazo** | [− 3; − 10 %] | [− 6; − 15 %] | [− 17; − 26 %] |
| **Valor liquidativo de baja volatilidad** | [− 6; − 11 %] | [− 7; − 28 %] | [− 28; − 45 %] |
| - **Valor liquidativo de baja volatilidad en USD** | [− 9; − 12 %] | [− 16; − 26 %] | [− 30; − 44 %] |
| - **Valor liquidativo de baja volatilidad en GBP** | [− 8; − 11 %] | [− 16; − 30 %] | [− 26; − 47 %] |
| **Valor liquidativo constante** | [− 5; − 14 %] | [− 4; − 22 %] | [− 1; − 34 %] |
| **Global** | [− 6; − 11 %] | [− 7; − 26 %] | [− 21; − 45 %] |

Fuentes: Crane Data, Morningstar, datos de las ANC.

### 7.2 Calibración de los «umbrales de resiliencia del mercado»

En general, los FMM de la UE exhiben capacidad para resistir las perturbaciones de reembolso señaladas en la sección 7.1, lo que refleja la dispersión de los niveles de los activos líquidos semanales en todo el sector. No obstante, sigue siendo fundamental contar con una supervisión sólida y sistemas eficaces de gestión de riesgos para garantizar que los niveles de liquidez se adapten a la situación específica de cada fondo.

En este contexto, la presente sección calibra los niveles de resiliencia de los activos líquidos semanales que, si se aplicaran de manera uniforme como referencias mínimas, permitirían a los FMM resistir los escenarios de reembolso calibrados en la sección 7.1.

**Se ha utilizado la metodología que se expone a continuación:**

1. El análisis estima el volumen de reembolsos que pueden absorber los FMM antes de que sus activos líquidos diarios caigan por debajo del nivel mínimo exigido por la normativa. Para ello, se tienen en cuenta diferentes niveles mínimos de activos líquidos semanales, utilizando datos reales sobre la composición y amortización de las carteras.

2. Para calibrar los umbrales de resiliencia de los activos líquidos semanales, los resultados se comparan con los escenarios de reembolso aplicados a los FMM señalados en la sección 7.1 (véase el cuadro III.1). El análisis tiene en cuenta la amortización de las carteras. Se aplica el siguiente conjunto conservador de supuestos:

    - los reembolsos se realizan exclusivamente a través de los activos líquidos diarios y semanales existentes, sin ventas de activos aparte de las que cumplen los requisitos de los activos líquidos diarios y semanales;

- los activos líquidos diarios se mantienen por encima de los requisitos mínimos establecidos en la normativa[11].

**Cuadro III.2: Hipótesis seleccionada para el ejercicio de calibración**:

| Tipo de FMM | Diario | Semanal | Mensual |
|---|---|---|---|
| **Valor liquidativo variable estándar** | – 8 % | – 17 % | – 34 % |
| **Valor liquidativo estable** | – 15 % | – 30 % | – 47 % |

Fuentes: Crane Data, Morningstar, datos de las ANC.

**Este análisis muestra que unos niveles de resiliencia de los activos líquidos semanales de entre el 35 y el 40 % en el caso de los FMM de valor liquidativo estable y del 20 % en el caso de los FMM de valor liquidativo variable son suficientes para resistir las condiciones de tensión en el mercado.** En particular, el mantenimiento de los activos líquidos semanales en este nivel de resiliencia o por encima de él permitiría a los FMM de la UE resistir (es decir, mantener los activos líquidos diarios por encima de los mínimos definidos en la normativa) las perturbaciones de reembolso graves, tal como se calibran en la sección 7.1.

[11] Se trata de una hipótesis conservadora, ya que, en la práctica, los FMM pueden permitir que los activos líquidos diarios desciendan temporalmente por debajo del mínimo fijado en la normativa para satisfacer solicitudes de reembolso, y también pueden vender activos o apoyarse en las entradas de efectivo.