

LA CRISIS DEL MERCADO DE DEUDA

Una crisis internacional con aspectos domésticos a considerar

Analistas Financieros Internacionales, S.A.

La crisis que viven los mercados de deuda como consecuencia del muy intenso ascenso de los tipos de interés a largo plazo que ha tenido lugar en la primera mitad de 1994 es de gran complejidad. Lo primero que debe señalarse es que se trata de una crisis del más amplio carácter internacional y en la que confluyen aspectos cuyo origen múltiple descansa en la situación de las economías en EE.UU., Japón y Europa, pero también en los efectos de súbitos y profundos desplazamientos de cartera. No se trata en absoluto de una crisis de raíz interna, aunque evidentemente diversos factores de naturaleza puramente doméstica han influido en el comportamiento de la deuda española.

a) Crisis internacional.

Tres indicadores fundamentales ponen de manifiesto la radicalidad de la crisis. En primer lugar, las rentabilidades a diez años se han elevado fuertemente en todos los mercados: los T-Bond norteamericanos han pasado del 5,60% de final de enero -un nivel que ya era superior a los mínimos próximos al 5,15 de octubre de 1993- al entorno del 7,30% del inicio de julio, mientras en el mismo período las rentabilidades de los bunds alemanes han aumentado desde el 5,70% al 7,00%. En segundo lugar, el dólar ha caído intensamente en los mercados de cambios, tanto contra el yen japonés -cerca de un 9% de enero a julio- como contra el marco alemán -entorno a un 8% en el período-, mostrando unos síntomas de debilidad que suponen una aparente contradicción respecto a la pujanza de la economía norteamericana. Finalmente, después de las intensas subidas del precio de los metales preciosos que tuvo lugar en los últimos meses de 1993, los índices de materias primas se han disparado desde entonces y en lo transcurrido de 1994, en tanto que los mercados de inmuebles y de suelo comienzan a registrar una reactivación en todos los países industrializados. En definitiva, la curva de tipos de interés y plazos ha agudizado su pendiente positiva en EE.UU., al tiempo que el dólar se debilitaba en los mercados de cambios, tanto contra el yen japonés como contra el marco alemán.

La elevación de tipos a largo plazo en ese país ha arrastrado así a los europeos, incapaces de definir diferenciales negativos significativos frente a aquellos con un dólar debilitado frente al marco alemán. El proceso de agudización de la pendiente positiva de las curvas de rentabilidades ha sido generalizado en toda Europa, en el contexto de una compleja crisis internacional -iniciada en febrero con la primera elevación del objetivo de los fondos federales por la Fed-, en cuya explicación intervienen, entremezclándose, tres niveles de análisis.

En primer lugar, hay que destacar el punto de partida de la crisis: una situación inicial, al mes de enero, extraordinariamente invertida a largo plazo y en dólares de las carteras internacionales, que permitió una sobre-reacción a la baja de los tipos de interés a largo plazo y una atípica fortaleza del dólar en los mercados de cambios. El papel jugado en este sentido por los "hedge

funds" y por los instrumentos derivados, utilizados especulativamente por éstos y por las entidades financieras, parece haber sido muy significativo en la amplificación del cambio de tendencia del mercado. La presión de las pérdidas de valor de los riesgos a largo plazo localizadas en carteras de horizonte temporal a corto plazo -como las de los "hedge funds" y las entidades financieras- ha jugado un papel relevante a lo largo de toda la crisis, y se ha unido a la presión vendedora que, conforme avanzaban los ascensos de rentabilidades y se contemplaba el profundo cambio de expectativas que estaba acompañando a la crisis, han desarrollado también en todos los mercados los inversores de horizonte temporal a largo plazo.

En segundo lugar, la debilidad del dólar -amplificada por el ambiente de guerra comercial entre EE.UU. y Japón- en un contexto de fuerte ascenso de los tipos de interés a más largo plazo en EE.UU. ha puesto de manifiesto una pérdida de confianza en la divisa norteamericana, sin duda ligada a la percepción de la insuficiencia de los flujos de capital para financiar el creciente, tras el cambio de ciclo de la economía, déficit corriente de la balanza de pagos de ese país.

Esta insuficiencia podría estar explicada por un déficit de credibilidad en la política inflacionista de la Fed: el hecho de que ésta mantuviera hasta febrero pasado un nivel en los tipos a corto plazo -el 3% de los fondos federales- extraordinariamente bajo cuando el ciclo ya había cambiado y cuando el oro y las materias primas -indicadores adelantados de las expectativas de inflación que deben ponderar en su función de reacción las autoridades- habían empezado ya a dar síntomas de ascenso de precios -cuando como mínimo era necesaria la "neutralidad" ha incidido sin duda en esta crisis.

La caída del dólar ha impedido una desvinculación de los tipos a largo plazo de Europa respecto de los norteamericanos, al generar un efecto contagio: la anticipación de presiones inflacionistas futuras en EE.UU. parece haber sido trasladada también a Alemania, con la diferencia de que ello ha fortalecido al marco, al mantenerse intacta la credibilidad del Bundesbank. Así no es extraño que durante la crisis los tipos de interés a largo plazo de las divisas europeas hayan aumentado sus diferenciales frente a los del marco alemán: tanto los del franco -de cero a 50 p.b.-, como los de las divisas periféricas, con la lira o la peseta. Esta debilidad del dólar se ha visto amplificada también por un intenso proceso de repatriación de capitales hacia Japón, ante las más favorables perspectivas que la economía nipona y, sobre todo, los mercados inmobiliario y de valores, ofrecían al inicio del año.

En tercer lugar, un nuevo nivel del análisis, ligado en parte al anterior, ha surgido durante la crisis, alimentándola por la vía de las expectativas: la percepción por los mercados del cambio de ciclo de las economías europeas. Aunque éste se ha puesto de manifiesto con moderación, pero con claridad, en unas condiciones aún lejos de toda presión inflacionista, en los últimos meses, los mercados han reavivado sus temores inflacionistas, exigiendo, por un lado, un **mayor nivel de tipos reales a largo plazo**, ante el temor de que el nivel de ahorro bruto sea insuficiente para cubrir la demanda de inversión naciente, y por otro, una **respuesta de los tipos de interés nominales a las renovadas expectativas de inflación** que deben ligarse a todo proceso expansivo. Las presiones en favor de un ascenso de los tipos de interés reales a largo plazo, resultado de las tensiones entre oferta y demanda de fondos prestables, parecen ya algo cíclico en los últimos años.

Ahora, la percepción de que, en unas condiciones marcadas por los elevados déficit públicos sobre todo en Europa, el ahorro de los países industrializados -con tendencia a disminuir a largo plazo y en términos relativos por el envejecimiento de las poblaciones- puede resultar insuficiente para acometer las inversiones propias del nuevo ciclo expansivo y de las economías emergentes

en América Latina y el Europa del Este, puede estar avivando otra vez las presiones sobre los tipos reales a largo plazo. Este análisis parece avalado por la evolución de los bonos británicos a tipo variable indiciado con la tasa de inflación, que demuestran que la mitad del ascenso de los tipos nominales podría estar reflejando presiones en los tipos reales y la otra mitad, mayores expectativas de inflación.

Lamentablemente, la actitud intensamente relajadora de los tipos oficiales mostrada por los bancos centrales continentales a lo largo de la primavera de 1994 ha resultado, en este contexto, contraproducente. El descenso del Bundesbank, lejos de contribuir a tranquilizar a los mercados, que presumiblemente están sobrerreaccionado a los peligros inflacionistas de la recuperación y a los efectos de ésta sobre los tipos reales, ha podido tener efectos perturbadores.

b) La crisis desde el punto de vista interno.

El mercado español, lógicamente, no escapa de esta situación de crisis internacional. No obstante, nuestro mercado ha sufrido más que el de Alemania. Esta situación es relativamente "normal": los mercados periféricos, como el italiano o el español, aumentan sus diferenciales de rentabilidad cuando ascienden los tipos alemanes y los reducen cuando éstos evolucionan favorablemente. Esta correlación positiva, que existe en todo caso, aunque con distinto grado, en todos los mercados europeos respecto al alemán, se deriva de varios factores básicos.

En primer lugar, los fundamentos económicos: el hecho de que la inflación y el déficit público se mantengan en niveles muy elevados en los países periféricos imprime un sesgo negativo adicional cuando el mercado se hace bajista a escala internacional. En segundo lugar, la estabilidad política y social es inferior: las sociedades están menos vertebradas, la experiencia democrática es escasa y muy reciente y la valoración social de la estabilidad financiera es menor que en los países de la Europa central. Todo ello introduce incertidumbre sobre el escenario de la política económica y sobre la continuidad de las coordenadas que la han guiado durante los últimos años. En tercer lugar, también afecta negativamente cuando el mercado se deteriora a los países periféricos, la incertidumbre sobre las expectativas de que realmente pueda llegar a constituirse una UEM en la CE o el riesgo de que ésta se lleve a cabo por un grupo reducido de países, es decir, la incertidumbre sobre el propio proceso de integración monetaria en Europa.

A estos factores hay que unir uno más específico y que marca una mayor vulnerabilidad del mercado español (a diferencia del italiano, por ejemplo): la práctica ausencia de un componente de demanda interior con horizonte de inversión a largo plazo, que tenga una presencia constante en la zona media y en el extremo largo de la curva: patrimonios a largo plazo, fondos de pensiones, carteras de compañías de seguros de vida. Esta presencia sería fundamental, dado el elevado grado de penetración de los no residentes, en una crisis de fuerte componente internacional, como es la que caracteriza al mercado desde febrero. La debilidad del patrimonio de los fondos de pensiones, el escaso historial de los fondos de inversión tipo FIM, que impide la contrastación del horizonte temporal de inversión de sus partícipes y refuerza un sesgo hacia el corto plazo en su inversión, son elementos que caracterizan la señalada debilidad.

Además, en el mercado español de deuda el papel de las entidades financieras como tomadores últimos, es fundamental. El temor a las minusvalías latentes a provisionar por parte de las entidades de crédito -consecuencia de la normativa contable (la circular 18/92 del BE, sobre la que nos detendremos después) y de una escasa tradición en la valoración de riesgos- hace, por otra parte, que éstas sean relativamente insensibles al coste de financiación de sus posiciones, es decir, insensibles a la pendiente de la curva de rentabilidades, cuando ésta, en

contextos negativos en el mercado de valores a medio y largo plazo, agudiza su pendiente positiva. Además, como veremos más adelante, la regulación contable podría estar distorsionando la formación de precios, al castigar relativamente más a los valores a medio que a los de largo plazo en la estructura temporal de las exigencias de dotación de provisión por minusvalías.

Así, si comparamos las curvas de rentabilidad de la peseta y el marco alemán al 4 de julio de 1994, en plena crisis del mercado, según datos de Analistas Financieros Internacionales, observamos que los plazos cortos y medios están distorsionados respecto a los largos: el diferencial de rentabilidad entre el tres años y el año es próximo a los 160 p.b., en contraste con lo que sucede en el marco alemán, que sitúa este diferencial en sólo 92 p.b., o con el franco francés, que lo reduce a 62 p.b.; por su parte, el diferencial entre las rentabilidades de los bonos a cinco y tres años, se situaba en 62 p.b. en España, 38 en Alemania y 41 en Francia; en contraste, los diferenciales entre el 10 y el cinco años se limitaban a 27 p.b. frente a los 60 de Francia o Alemania. Esta situación se observaba también en los diferenciales frente la deuda en marcos: diferenciales de 320 p.b. a un año y de 375 p.b. a diez años, en contraste con diferenciales de 386 p.b. y 410 p.b. a tres y cinco años respectivamente.

En nuestra opinión, llama la atención la falta de sensibilidad de los diferenciales frente a Alemania, más allá de su distorsionada estructura temporal, a las importantes reformas estructurales llevadas a cabo recientemente -fundamentalmente, la reforma laboral y la autonomía del Banco de España- y al propio proceso de ajuste de la economía. Si en algún momento podría decirse, en general, que existen condiciones para la convergencia de la economía española es ahora, después de una recesión y de unos cambios estructurales de trascendencia histórica. **Parece sensato pensar que una parte importante de los diferenciales alcanzados frente a Alemania a diez años, en el entorno de unos 50 de los 375 p.b. del inicio de julio, podría responder a factores puramente contables:** algo parecido a lo que ocurrió durante la crisis del mercado en la segunda mitad de 1992.

c) Evolución de las carteras de deuda.

Los movimientos de las carteras de deuda que se han producido en el primer semestre de 1994 han sido espectaculares. El saldo vivo de los bonos y las obligaciones del Estado ha ascendido en 1.239,7 m.m. en el período y el sector no residente se ha deshecho de 1.930,4 m.m., por lo que **el sector residente ha tenido que absorber, según nuestras estimaciones, 3.170,1 m.m.** Tan elevado volumen se ha repartido casi a partes iguales entre las entidades financieras y el público, ya que el Banco de España sólo ha aumentado su cartera en 84,6 m.m. Evidentemente estos desplazamientos configuran un escenario estructural complejo, cuyas claves repasaremos aquí.

El 82% del volumen de descenso de las carteras de los no residentes ha correspondido a aquellos inversores que financiaban sus posiciones con simultáneas. Estas, de hecho, se han reducido en 1.930,4 m.m., como hemos señalado. Ello tiene, en nuestra opinión, dos implicaciones importantes. En primer lugar, **parece que estamos ante una reacción muy intensa de los inversores extranjeros más especulativos -los que se apalancan en las simultáneas- al intenso movimiento negativo de los precios, los que sin duda tiene que ver con el exagerado aumento de los diferenciales con la deuda en marcos que ha tenido lugar, pero también ante unos signos claros de estabilidad en el núcleo central de la cartera no residente:** los inversores de horizonte a más largo plazo, como fondos de pensiones o fondos de inversión a largo. Esta cartera sólo se ha reducido en unos 343 m.m. en el semestre, por lo que teniendo en cuenta la crisis del mercado, estamos ante una cifra que puede calificarse de moderada. Esta situación

parece haber cambiado en julio: el saldo neto ha descendido en 185,2 m.m. en la primera semana de este mes, pero el saldo financiado con simultáneas, por el contrario, ha aumentado en 258,6 m.m., por lo que el saldo original, es decir, la cartera total, ha aumentado por primera vez desde la crisis en 73,4 m.m., gracias a las posiciones más especulativas.

En segundo lugar, la intensa caída de las carteras financiadas con simultáneas ha supuesto una reducción equivalente de la posición larga en simultáneas del sector residente, fundamentalmente, entidades financieras -que las descuentan diariamente en el Banco de España- y fondos de inversión. Junio ha sido el mes en que se ha concentrado gran parte de esta reducción, por lo que, teniendo en cuenta la escasa renovación de las letras a un año y los fuertes vencimientos de letras y bonos de julio podríamos estar ante **condiciones más propicias para una ampliación más sólida -aunque nunca espectacular- del diferencial depo-repo**. Ello debería favorecer, de nuevo, después de unos meses en que el efecto ha sido el contrario, la emisión de letras del Tesoro en todos los plazos y de pagarés de empresas y de comunidades autónomas.

La absorción por el sector residente de 3,1 billones de deuda a medio y largo plazo en el semestre merece también algunas reflexiones. Por una parte, en lo que respecta a las entidades financieras, conviene señalar que su peso actual en el mercado ha aumentado fuertemente, pero en unas condiciones adversas para éstas. Han tenido que absorber las carteras vendidas por los no residentes, lo que significa que **han tenido que sustituir inversión a muy corto plazo -simultáneas- por inversión a medio y largo plazo, de forma que su peso en el mercado de deuda ha pasado de un 38,5% al final de 1993, hasta un 45,2% al cierre de junio de 1994**. Las minusvalías latentes han pesado en su actitud ante el mercado, ya que el temor a sus efectos contables ha desvirtuado la que en otras circunstancias sería una función amortiguadora de los vaivenes del mercado: las entidades españolas han tenido que absorber 1.515,5 m.m. en el semestre pero, mientras el mercado ha mantenido un tono negativo, pero ello no ha hecho sino sobredimensionar la presión vendedora.

La regulación contable de las entidades de crédito ha desencadenado, efectivamente, una presión negativa adicional: procesos de afloración de plusvalías latentes acumuladas mediante ventas de carteras históricas y decisiones vendedoras de valores con pérdidas, marcadas por el temor, a corto plazo, de eventuales efectos adicionales de las minusvalías dotadas de las carteras sobre la cuenta de resultados o sobre los recursos propios. Esta negativa respuesta ha neutralizado, durante la crisis, el desarrollo de estrategias basadas en el aprovechamiento de la intensa pendiente de la curva: **en una crisis de los mercados de bonos, cuando el riesgo de minusvalía es elevado a corto plazo y la curva adquiere pendiente positiva, las entidades de crédito deberían jugar un papel amortiguador, al poder financiar sus posiciones en valores a medio o largo plazo en el extremo corto de la curva, con expectativas de beneficio**. La no contemplación por la circular 4/91 de una cartera sin riesgo de mercado, con valores mantenidos hasta vencimiento, y financiada con pasivos permanentes y de coste fijo, la que la directiva comunitaria correspondiente llama la cartera de **inmovilizaciones financieras**, impedirá, por sus efectos en la actitud de las entidades, el ejercicio de esta función hasta que desaparezcan los peligros de corto plazo. Podría estimarse que entre 50 y 75 p.b. del nivel del diferencial a 10 años actual se deben a estos efectos contables. En los valores a medio plazo, perjudicados por la regla fijada por la circular 18/92, que determina una **dotación con cargo a la cuenta de pérdidas y ganancias de las minusvalías latentes en un porcentaje decreciente con el plazo, inverso al riesgo de interés de los valores**, la repercusión podría haber sido del doble.

Por otra parte, el público ha aumentado también fuertemente sus carteras de deuda, en 1.570,0 m.m. Este ascenso se concentró en los meses de enero, antes de la crisis, y de junio,

en sus estertores. La casi totalidad de estas posiciones corresponden a los fondos de inversión, que, al final de 1993, mantenían un saldo de deuda del Estado a medio y largo plazo de 1,3 billones. El resto de las posiciones de éstos en valores a largo plazo se elevaba a sólo 0,8 billones, en contraste con un patrimonio total en los fondos de 10,3 billones, de los que 5,6 se materializan en los FIM. Hasta ahora los FIM no han sido un factor de inestabilidad para el mercado, gracias a la escasa incidencia sobre su patrimonio de la crisis y a la relativamente moderada inversión a largo plazo -un 38%- de su patrimonio. Sin embargo, la fuerte caída de éste entre abril y junio y su mayor grado de exposición al riesgo actual hacen mantener cautelas sobre su papel si los mercados prolongan su actual etapa de consolidación y tardan en recuperarse.

Hemos estimado -utilizando como vía de aproximación, respectivamente, los Índices AFI de referencia Tipo FIM y tipo FIAMM- la descomposición de las variaciones del valor liquidativo de los patrimonios de los FIM y los FIAMM, en sus efectos precio y volumen. Las pérdidas de valor de mercado -por cotización y cupón corrido- de los FIM no alcanzarían en esta estimación, que debe entenderse sólo como tal, a cubrir los beneficios de los dos primeros meses del año. Por tanto, el volumen crítico de los FIM sería sólo el incorporado en los primeros tres meses del año. Con el mismo procedimiento, hemos estimado este volumen en 1.228 m.m., de los que ya se habrían "salido" de los FIM, en los tres meses siguientes, 535 m.m.; en definitiva, con estos cálculos aproximativos, la caída potencial de los FIM en los próximos meses se elevaría a 693 m.m. En nuestra opinión, la recuperación del mercado en agosto podría invalidar estas cautelas, pero no obstante, éstas hacen aún más importante que el Banco de España lleve a cabo una reorientación de su regulación contable: las entidades de crédito se configurarían como el único sector del mercado capaz de amortiguar la crisis si ésta, en un escenario que no consideramos el más probable, pero que debe considerarse, se prolongará todavía en los próximos meses. Por otra parte, debe tenerse en cuenta la inercia con que los partícipes de los FIM podrían comportarse en julio y agosto.

ESTRUCTURA POR TENEDORES DEL SALDO NETO DE BONOS Y OBLIGACIONES DEL ESTADO (m.m. de pesetas).

	1991	1992	1993	F-94	M-94	A-94	M-94	J-94	Variación J-94/D-93	Variación J-94/M-94
BE (cartera ajustada)	320,8	375,4	444,7	500,1	505,6	500,0	508,5	529,3	84,6	20,8
Titulares	529,4	1.293,2	3.775,1	4.240,4	3.060,7	3.371,0	3.290,2	3.139,7	-635,4	-150,5
No residentes	2.078,9	1.778,9	4.197,6	4.638,0	4.637,7	4.120,2	4.038,4	3.854,7	-342,9	-183,7
Terceros residentes	3.938,3	4.568,3	5.913,9	6.983,7	7.238,4	7.451,2	7.642,4	8.047,3	2.133,4	404,9
TOTAL	6.867,3	8.015,8	14.331,3	16.362,2	15.442,4	15.442,4	15.479,5	15.571,0	1.239,7	91,5
pro memoria:										
Cesión temporal titulares	2.483,8	2.952,6	4.366,9	4.302,3	4.647,1	4.797,1	4.829,1	4.879,1	512,2	50,0
Cesión temporal no residentes	0,0	0,0	2.849,7	3.007,7	2.044,4	2.075,5	1.920,6	1.262,2	-1.587,5	-658,4
(simultáneas)										

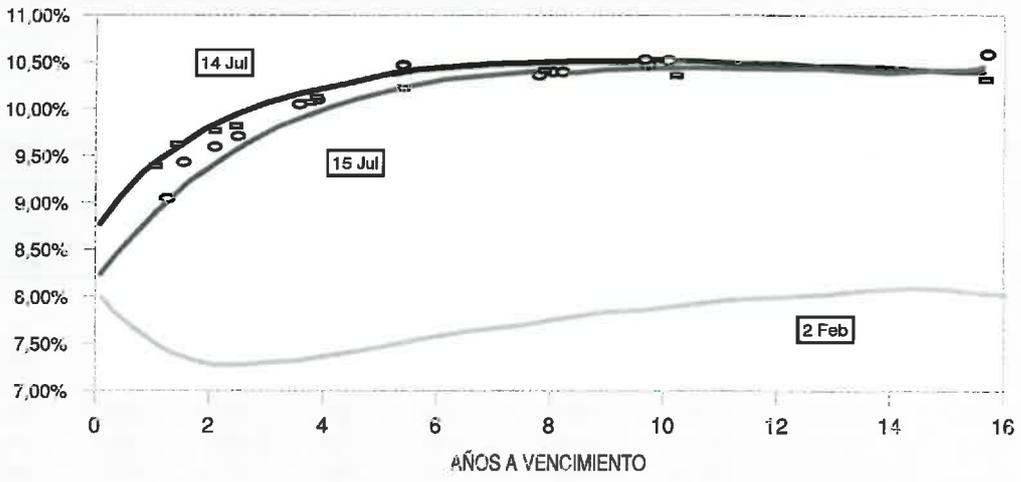
ESTRUCTURA POR TENEDORES DEL SALDO EN FIRME DE BONOS Y OBLIGACIONES DEL ESTADO (m.m. de pesetas)

	1991	1992	1993	F-94	M-94	A-94	M-94	J-94	Variación J-94/D-93	Variación J-94/M-94
BE (cartera ajustada)	320,8	375,4	444,7	500,1	505,6	500,0	508,5	529,3	84,6	20,8
Entidades Financieras	3.164,6	4.450,2	5.529,2	5.816,0	5.951,5	6.394,1	6.486,8	7.044,7	1.515,5	557,9
No Residentes	2.078,9	1.778,9	7.047,3	7.645,7	6.682,1	6.195,7	5.959,0	5.116,9	-1.930,4	-842,1
Público	1.303,1	1.411,3	1.310,1	2.400,4	2.303,2	2.352,6	2.525,2	2.880,1	1.570,0	354,9
TOTAL	6.867,3	8.015,8	14.331,3	16.362,2	15.442,4	15.442,4	15.479,5	15.571,0	1.239,7	91,5

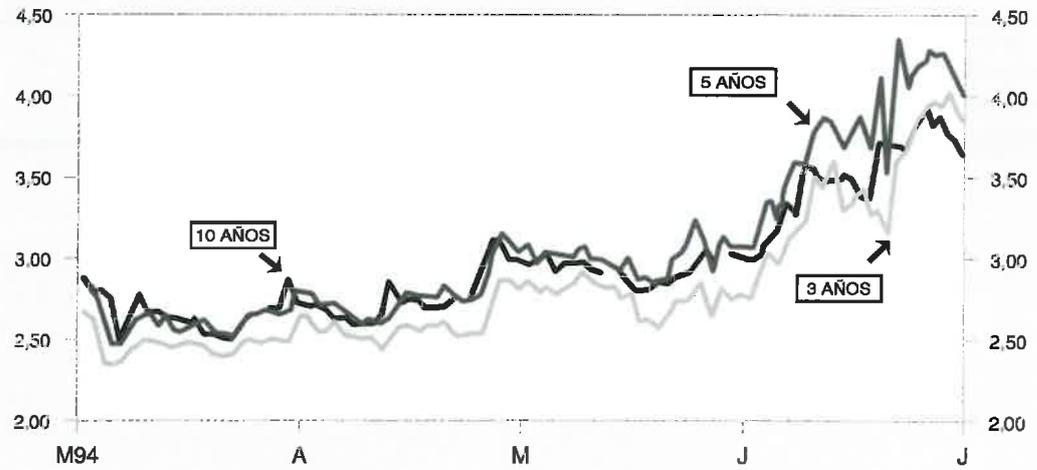
NOTA: Saldos en firme (ajuste de Saldos Netos con Cesiones y No Residentes).

Fuente: Elaboración propia.

CURVA CUPON CERO Y RENTABILIDADES DE LA DEUDA PUBLICA



DIFERENCIALES DE RENTABILIDAD FRENTE A ALEMANIA



ESTRUCTURA POR TENEDORES DEL SALDO EN FIRME DE BONOS Y OBLIGACIONES DEL ESTADOS (m.m. de pesetas)

	1991	1992	1993	F-94	M-94	A-94	M-94	J-94	Variación J-94/D-93	Variación J-94/M-94
BE (cartera ajustada)	4,67%	4,68%	3,10%	3,06%	3,27%	3,24%	3,28%	3,40%	6,82%	22,73%
Entidades Financieras	46,08%	55,52%	38,58%	35,55%	38,54%	41,41%	41,91%	45,24%	122,25%	609,76%
No Residentes	30,27%	22,19%	49,17%	46,73%	43,27%	40,12%	38,50%	32,86%	-155,72%	-920,37%
Público	18,97%	17,61%	9,14%	14,67%	14,91%	15,23%	16,31%	18,50%	126,64%	387,87%
TOTAL	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

NOTA: Saldos en firme (Ajuste de Saldos Netos con Cesiones Titulares y No Residentes).

Fuente: Elaboración Propia.

EVOLUCION DEL PATRIMONIO DE LOS FONDOS DE INVERSION DEPURADO DEL EFECTO PROPIO

	Valor de liquidativo del patrimonio			Variaciones mensuales debidas a efecto precio			Variaciones mensuales debidas a efecto volumen		
	FIM	FIAMM	Total	FIM	FIAMM	Total	FIM	FIAMM	Total
	D	2.992,6	3.287,8	6.280,4	-	-	-	-	-
E-93	3.017,6	3.416,7	6.434,3	-	-	-	-	-	-
F	3.091,2	3.529,2	6.620,4	37,8	43,9	81,7	35,8	68,6	104,3
M	3.184,3	3.637,2	6.821,5	54,7	47,0	101,7	38,3	61,1	99,4
A	3.234,0	3.723,0	6.957,0	19,2	38,5	57,6	30,6	47,3	77,9
M	3.352,0	3.827,0	7.179,0	114,6	72,3	186,8	3,4	31,7	35,2
J	3.524,3	3.970,4	7.494,7	90,6	49,1	139,7	81,7	94,3	176,0
J	3.701,0	4.118,0	7.819,0	66,6	43,7	110,3	110,1	103,8	214,0
A	3.934,0	4.290,0	8.224,0	131,1	59,9	191,0	101,9	112,1	214,0
S	4.210,7	4.413,4	8.624,1	52,7	45,7	98,4	224,0	77,7	301,7
O	4.539,0	4.554,0	0.093,0	132,3	49,0	181,3	196,0	91,6	287,6
N	4.995,0	4.667,0	9.662,0	100,8	49,0	149,8	355,2	64,0	419,2
D	5.557,8	4.736,7	10.294,6	180,5	50,5	231,0	382,3	19,3	401,6
E-94	6.338,0	4.790,0	11.128,0	216,4	36,2	252,6	563,8	17,0	580,8
F	7.053,0	4.799,0	11.852,0	69,8	26,5	96,3	645,2	-17,5	627,7
M	7.073,0	4.978,0	12.051,0	1,2	50,2	51,4	18,8	128,8	147,6
A	6.958,0	5.136,0	12.094,0	-16,9	52,5	35,6	-98,1	105,5	7,4
M	6.750,0	5.317,0	12.067,0	-47,1	57,0	9,9	-160,9	124,0	-36,9
J	6.343,0	5.459,0	11.802,0	-130,7	48,8	-81,8	-276,3	93,2	-183,2

⁽¹⁾ Estimado con el Índice Tipo FIM de AFI (duración fija 2,5%).

⁽²⁾ Estimado con el Índice Tipo FIAMM de AFI.

⁽³⁾ Depurado de efecto precio de mercado.

Nota: Valor liquidativo del patrimonio estimado por Ahorro Corporación.