



**INFLUENCIA DE LAS CRISIS
FINANCIERAS EN LOS FONDOS DE
JUBILACIONES Y PENSIONES**

■

**INFLUENCIA DE LAS CRISIS
FINANCIERAS EN LOS FONDOS DE
JUBILACIONES Y PENSIONES**

■

INDICE

INDICE	2
SÍNTESIS	3
INTRODUCCIÓN	4
ANTECEDENTES	5
Crisis mexicana	5
Crisis asiática	6
Crisis rusa	8
Comparación entre períodos	9
Los FJP Y LAS CRISIS	10
Influencia de la recaudación marginal	11
Composición de las carteras	12
Rentabilidad de la cartera	13
Efectos en la crisis del sudeste asiático	14
Comportamiento durante la crisis	15
Efectos en la crisis rusa	16
Comportamiento durante la crisis	17
CONCLUSIONES	18
ANEXO I	19
RECAUDACIÓN MARGINAL DURANTE LAS CRISIS	19
ANEXO II	20
INFLUENCIA DE CADA GRUPO DE INSTRUMENTOS EN LA VARIACIÓN DEL VCP	20
Crisis asiática	20
ANEXO II - CONTINUACIÓN	21
Crisis rusa	21
ANEXO III	22
DEPÓSITOS A PLAZO FIJO	22
ANEXO IV	23
CAMBIOS OBSERVADOS EN LAS TENENCIAS DE INSTRUMENTOS	23
Crisis Asiática	23
Crisis rusa	23

SÍNTESIS

Desde el inicio del sistema de capitalización se observaron cuatro crisis financieras, cuyos orígenes estuvieron asociados a hechos producidos en diferentes regiones: México, el sudeste asiático, Rusia y Brasil. Las crisis, que se sucedieron con disímiles características a partir de diciembre de 1994, provocaron diferentes efectos en los valores cuota promedio de los Fondos de Jubilaciones y Pensiones.

Si bien parece obvio que la composición de las carteras al inicio de cada crisis es determinante de los resultados observados, al intentar encontrar una explicación a las diferencias observadas se aprecia que también tuvo incidencia la importancia relativa de la recaudación marginal en cada uno de los períodos.

Mientras que en la crisis mexicana la recaudación marginal era significativa y la participación de los activos sujetos a volatilidad era reducida, en las crisis asiática y rusa la situación fue opuesta: lo recaudado mensualmente resultaba insuficiente para compensar las pérdidas registradas en la cartera, y tenían una fuerte participación de instrumentos sensibles a los movimientos de los mercados.

La gestión de las carteras fue prácticamente similar en todos los períodos. Se adquirieron activos depreciados con la expectativa de recuperar con creces el valor invertido cuando los mercados se recuperasen. La estrategia fue exitosa al principio, por cuanto los mercados se recuperaron rápidamente; pero no lo fue tanto a partir de la crisis desatada en la segunda mitad del año 1998, ya que el mercado local no ha conseguido estabilizarse desde entonces.

Al analizarse la administración de los Fondos en los períodos de crisis se observa que recién a fines de 1998 se aprecian cambios que podrían responder a modificaciones en la estrategia de gestión, ya que se azando activos volátiles por instrumentos que otorgan mayor estabilidad intertemporal.

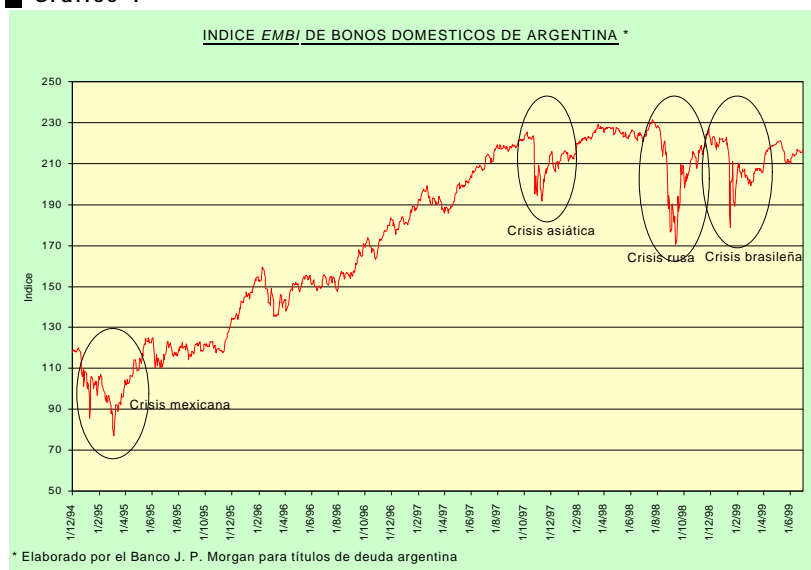
INTRODUCCIÓN

En los cincuenta y nueve meses transcurridos desde el inicio del sistema de capitalización hasta el cierre del primer semestre de 1999 los Fondos de Jubilaciones y Pensiones (FJP) atravesaron cuatro crisis financieras, no obstante lo cual la rentabilidad histórica anualizada hasta ese momento alcanzó a 12,42%. La primera crisis tuvo lugar a cinco meses del inicio del sistema y la última se inició a fines de agosto de 1998, prolongando sus efectos hasta mediados de 1999 por el agravamiento experimentado a partir de la devaluación del Real brasileño.

El interrogante que se plantea a partir de esta situación es cuál ha sido su efecto sobre los FJP y cómo han sido administrados en estos períodos. Esbozar una respuesta a estas preguntas es el objetivo del presente trabajo.

El análisis está centrado exclusivamente en el comportamiento durante las crisis, para lo cual ha sido necesario previamente definir las. A tal fin se ha fijado el comienzo de cada etapa una semana antes de producido el hecho desencadenante y su finalización en el momento en que el valor del índice de títulos públicos retoma los valores anteriores a la crisis¹. Este índice fue seleccionado ya que, entre sus atributos principales, muestra la modificación de los precios de los principales títulos públicos con la consiguiente variación del riesgo país, medido por la prima de rendimiento de los bonos soberanos respecto a la tasa de los bonos de los Estados Unidos.

■ Gráfico 1



Para facilitar la identificación de los períodos han sido denominados: crisis mexicana, cuyo comienzo se ubica a fines del año 1994; crisis del sudeste asiático, a partir de octubre de 1997 y crisis rusa, acaecida a mediados del año 1998. Esta última incluye a la crisis brasileña, originada a partir de la devaluación del Real, pero no habrá un detenimiento especial en esta porque se superpone a la anterior y, además, porque no existen elementos objetivos que permitan diferenciarlas nítidamente.

¹ La fecha de inicio del estudio es el 1 de diciembre de 1994 y la de finalización, el 30 de junio de 1999. Para la primera crisis, la fecha de finalización del período fue fijada cuando el índice de Valor Cuota Promedio recuperó el valor previo a la crisis.

Los efectos sobre los FJP fueron sustancialmente diferentes en la crisis iniciada a pocos meses del comienzo del sistema y en las posteriores. Las observaciones se han centrado en el papel jugado por la recaudación marginal mensual y la composición de las carteras, destacándose desde ya que los resultados

ANTECEDENTES

Para facilitar la comprensión de los efectos sobre los FJP resulta conveniente repasar las características principales y el contexto macroeconómico en el que se desarrollaron las tres experiencias que se han

CRISIS MEXICANA

El 20 de diciembre de 1994 el gobierno mexicano decidió devaluar la moneda de ese país en un intento de detener la sostenida pérdida de reservas internacionales que padecía. Este hecho desencadenó una crisis financiera que, además de provocar una desconfianza generalizada en los mercados, afectó particularmente a la Argentina por tener como México, un régimen de tipo de cambio fijo.

Esta crisis, conocida como “Efecto Tequila”, tuvo repercusiones profundas en nuestro país al quedar al desnudo la fragilidad existente del sistema financiero, llevando a una reestructuración profunda del sector que aún no ha sido concluida.

Al momento de la devaluación mexicana, las reservas del Banco Central de la República Argentina ascendían a casi 18.000 millones de dólares (6,30% del PBI). Tres meses después de la devaluación - a fines de marzo de 1995 - la pérdida de reservas internacionales era del orden del 30%, reduciéndolas a un nivel de aproximadamente 12.500 millones de dólares (4,4% del PBI a esa fecha). Los valores anteriores a la crisis fueron nuevamente alcanzados en un año, es decir durante diciembre de 1995.

Entre diciembre de 1994 y abril de 1995 el total de depósitos del sistema financiero se redujo más de 14%; al principio sólo hubo una redistribución entre bancos y luego un retiro masivo, por lo que la caída estuvo muy concentrada en los últimos meses de ese período. El nivel previo a la crisis también fue recuperado en diciembre de 1995. La caída de depósitos fue generalizada, aunque con distintos ritmos e intensidad; afectó inicialmente a los depósitos en pesos y luego a los nominados en dólares, pero estos últimos

En el mercado financiero se elevaron las tasas de interés por préstamos a empresas de primera línea (tasa *prime*). Esta tasa, para préstamos en pesos a 30 días, experimentó un pronunciado aumento, alcanzando niveles cercanos al 45% nominal anual en la segunda semana de marzo de 1995; y recién en agosto de 1994.

El *spread* entre la tasa *prime* por operaciones a 30 días en pesos y en dólares obra como indicador de las expectativas de devaluación. El incremento en la percepción del riesgo de devaluación en los tres primeros meses de la crisis fue reflejado en un aumento del *spread*, llevándolo a niveles cercanos a 11 puntos porcentuales (*Gráfico 2*).

El aumento del *spread* tuvo dos etapas, como fiel reflejo de la transformación de la restricción de liquidez del sistema financiero en problema de solvencia. El retorno a valores anteriores a la crisis demoró casi 6 meses.

El nivel del índice MERVAL previo a la devaluación del peso mexicano superaba los 520 puntos. Los primeros días de marzo de 1995 el índice alcanzó el mínimo histórico de los últimos 7 años: 262 puntos, y recuperó los valores anteriores a la crisis a fines de ese mismo año 1995. ().

El riesgo país, medido por la diferencia entre el rendimiento (libre de garantías) del bono Brady PAR y el del título del gobierno norteamericano de similar duración, se encontraba en 900 puntos básicos al comienzo de la crisis (Gráfico 4). En el momento más crítico, durante la segunda semana de marzo de 1995, este *spread* superó los 2.300 puntos básicos, y recién a fines de 1995 retornó a sus valores anteriores a la crisis.

Gráfico 2

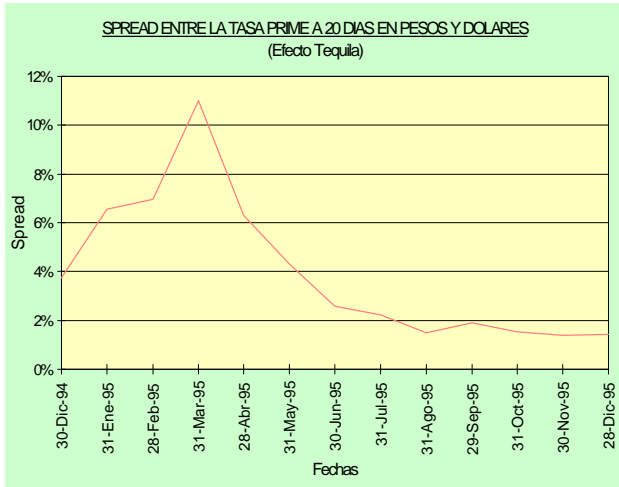


Gráfico 3

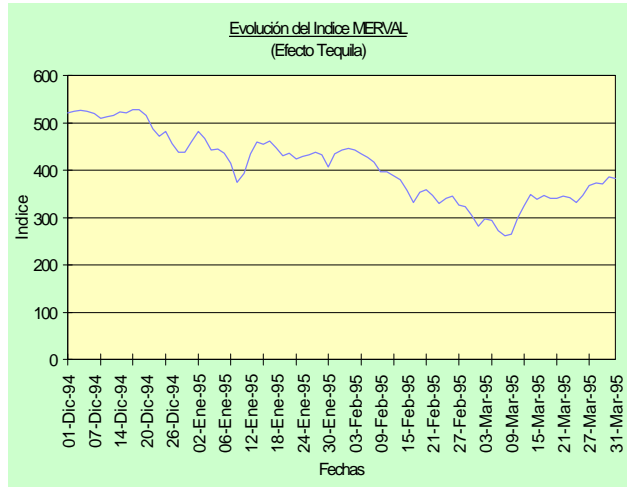
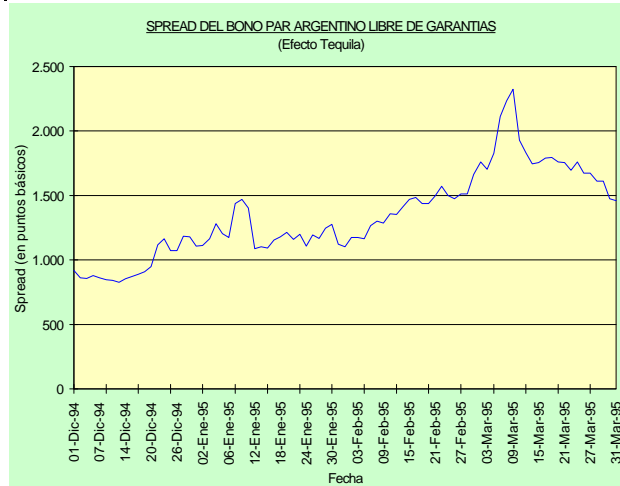


Gráfico 4



CRISIS ASIÁTICA

El inicio de la crisis coincidió con la decisión del gobierno de Tailandia de permitir la flotación de su moneda a partir del 2 de julio de 1997. La inestabilidad se extendió rápidamente a los países vecinos: Singapur, Taiwan, Hong Kong y Corea, y se internacionalizó cuando el ataque especulativo sobre la moneda de Hong Kong provocó una caída bursátil que redujo 7% el índice Dow Jones. Nuestro país, que tiene

un sistema cambiario de características similares al de la ex colonia británica, se vio fuertemente afectado por las dudas generadas entre los operadores financieros que desconfiaban de la solidez del Plan de Convertibilidad. A pesar de las dudas y similitudes iniciales la incidencia global de esta crisis fue esencialmente distinta; en esta ocasión la consecuencia sobre el sistema financiero fue leve y transitoria por cuanto no se registraron caídas importantes y permanentes en el nivel de reservas internacionales y en el volumen de los depósitos del sistema.

A diferencia de lo ocurrido durante el Efecto Tequila, las reservas internacionales del Banco Central sólo cayeron un 4% en las dos primeras semanas para luego comenzar a crecer y recuperar, un mes después, los niveles previos a la crisis. Al inicio, las reservas ascendían a poco más de 22.300 millones de dólares (7,1% del PBI) mientras que al finalizar la misma llegaban a 23.000 millones de dólares (7,2% del PBI).

Los depósitos no registraron caídas sino todo lo contrario: entre octubre de 1997 y enero de 1998 el total de depósitos del sistema financiero aumentó cerca de un 6%, aunque se produjo un fenómeno de sustitución de monedas en los que estaban constituidos. Esto significa que, para cubrirse de los efectos de una posible devaluación, los inversores cambiaron sus depósitos en pesos por colocaciones en dólares.

La tasa *prime* a 30 días en dólares, que antes de la crisis se ubicaba alrededor del 7,5% nominal anual, sólo aumentó dos puntos porcentuales en el mes siguiente a la generalización de la crisis y recuperó su valor previo en 60 días. No ocurrió lo mismo con la tasa en pesos, que trepó a niveles cercanos al 16% nominal anual y recuperó su nivel pre-crisis recién a fines de marzo de 1998. Este hecho implicó que el *spread* entre ambas tasas ascendiera a 5 puntos porcentuales en el mes de noviembre de 1997, retomando sus valores anteriores recién en el mes de abril de 1998 ().

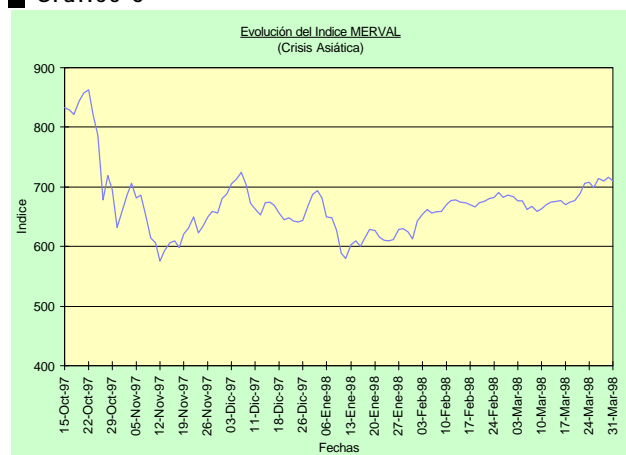
Mientras que antes de generalizarse la crisis el Merval estaba cerca de su techo histórico, en la segunda semana de noviembre de 1997 – 20 días hábiles después - se ubicó en el mínimo del subperíodo analizado y no volvió a retomar los valores que había logrado antes de esta crisis. ().

El riesgo país, medido por el *spread* del bono PAR libre de garantías, antes del inicio de la crisis se encontraba en valores inferiores a los 350 puntos básicos²; cuando ésta se generalizó la diferencia alcanzó los 780 puntos básicos, y hasta la fecha no ha retornado a los valores de octubre de 1997. El mínimo valor registrado durante la crisis fue de 430 puntos a fines de marzo de 1998. (Gráfico 7).

Gráfico 5



Gráfico 6



² Debe recordarse que al desatarse esta crisis existía un clima de optimismo generalizado, con expectativas de crecimiento sostenido y sólidos

■ Gráfico 7



CRISIS RUSA

En agosto de 1998, cuando comenzaba a recomponerse un cierto clima de confianza entre los operadores financieros, el incumplimiento de Rusia de parte de sus compromisos externos provocó fuertes desequilibrios en todos los mercados de capitales.

En Argentina, al inicio de la crisis las reservas internacionales en poder de la autoridad monetaria superaban los 24.300 millones de dólares (más del 8% del PBI), y al cierre del segundo trimestre de 1999 analizado ascendieron a poco más de 24.700 millones de dólares fines del período, lo que indica una suba del 1,6%.

En la crisis desatada en Rusia tampoco hubo localmente una corrida bancaria que afectara la solidez del sistema financiero. Al igual que lo ocurrido en 1997 al desencadenarse la crisis de la economía del sudeste asiático, el total de depósitos del sistema financiero continuó aumentando. En el período analizado el total de depósitos se elevó un 5,5%, observándose una leve tendencia a sustituir colocaciones en pesos por inversiones en dólares, ya que en los inicios de la crisis más del 46% de los depósitos estaban denominados en moneda nacional y ese porcentaje cayó al 42,4% al finalizar ésta.

El comportamiento de la tasa *prime* a 30 días fue muy similar al registrado en la crisis del sudeste asiático por cuanto nuevamente se pusieron de manifiesto los temores sobre las posibilidades de devaluación.

Al iniciarse el período de crisis, la tasa *prime* de operaciones en pesos aumentó a una velocidad superior a la tasa en dólares, elevando el *spread* entre ambas, aunque no llegó a alcanzar los niveles registrados en las crisis anteriores³.

Se puede apreciar también que, cuando el *spread* estaba próximo al nivel previo a la crisis, la devaluación del Real en Brasil hizo aumentar nuevamente la diferencia de tasas e impidió la recuperación que se estaba evidenciando.

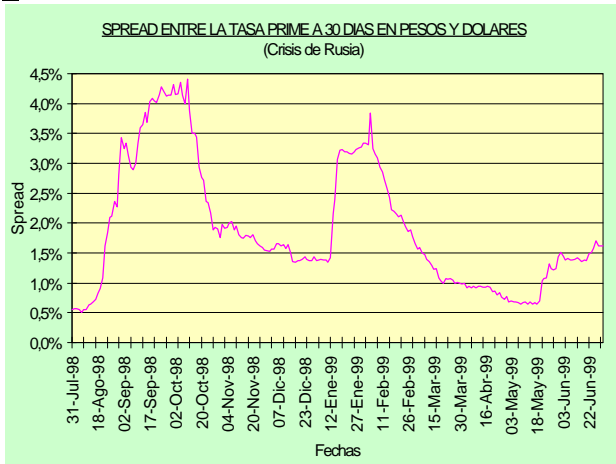
En febrero de 1999 el *spread* creció, aunque no llegó a 4 puntos porcentuales.

³ En octubre de 1998 llegó a 4,5 puntos porcentuales; contra 11, en marzo de 1995 y 5,2 en noviembre de 1997.

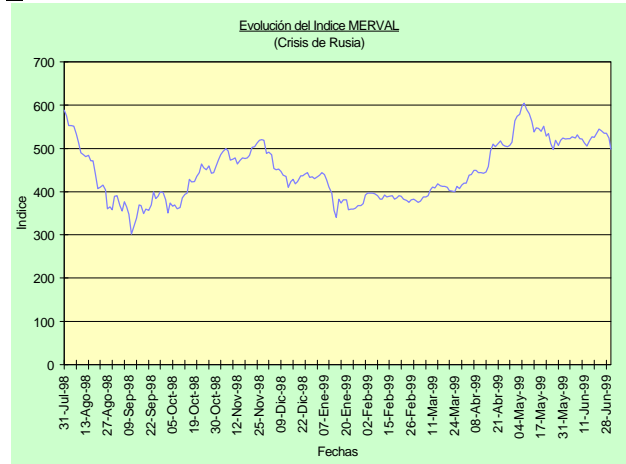
El índice Merval tuvo un comportamiento similar al registrado durante la crisis del sudeste asiático. Respecto al nivel inicial, cayó casi 50% en el primer mes, y luego los valores no se recuperaron hasta la).

El *spread* del bono PAR argentino también se comportó como durante la crisis del sudeste asiático, aunque en este caso en un nivel superior. Antes del *default* ruso, la diferencia del PAR argentino y el título del gobierno norteamericano de similar duración era de 550 puntos básicos. En la segunda semana de septiembre superó los 1.400 puntos y, si bien ha registrado una disminución sustancial, casi un año después no).

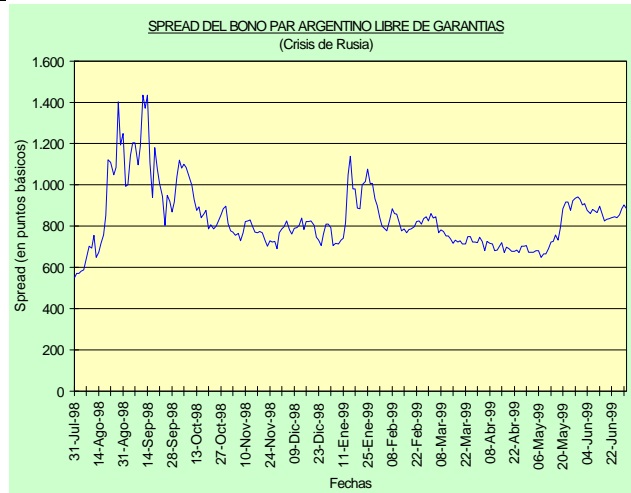
■ Gráfico 8



■ Gráfico 9



■ Gráfico 10



COMPARACIÓN ENTRE PERÍODOS

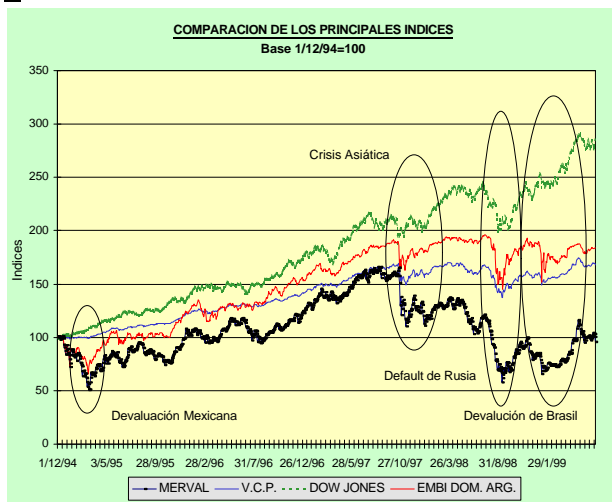
Para evaluar la evolución de los FJP durante los períodos de crisis analizados se han comparado algunos indicadores considerados relevantes: los índices Merval, Dow Jones y “EMBI DOM. ARG.” elaborado por el Banco J. P. Morgan, con un índice representativo del valor cuota promedio de los FJP (VCP) (Gráfico 11).

En las zonas circunscriptas se puede apreciar que durante la crisis mexicana el Dow Jones no fue afectado y el VCP tuvo una leve caída, pero que la situación fue sustancialmente distinta al desatarse la crisis asiática, cuando Rusia no pudo honrar su deuda y cuando Brasil devaluó su moneda.

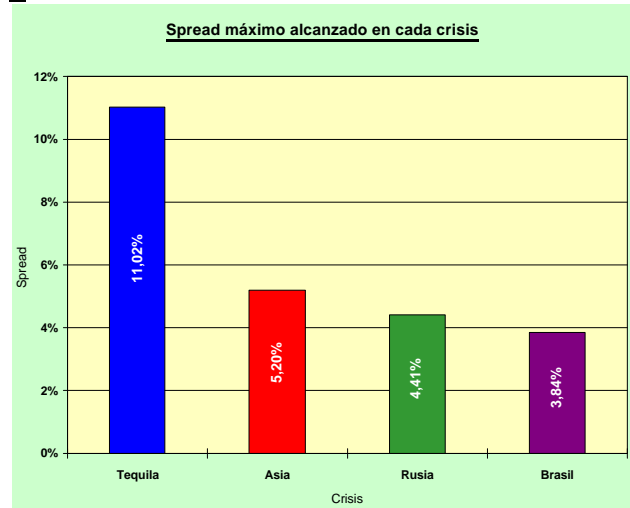
Como fue señalado antes, los depósitos del sistema bancario argentino sólo cayeron durante el denominado Efecto Tequila.

La estabilidad del sistema financiero y el respaldo al valor del peso argentino mediante una masa creciente de reservas se tradujo en una disminución del riesgo de devaluación de la moneda nacional. Esto se vio reflejado en la disminución, a través de las distintas crisis, del *spread* entre la tasa *prime* en pesos y dólares, lo cual es fiel reflejo de las expectativas imperantes (12). Si bien estas expectativas sólo indirectamente afectan a los FJP, muestran, en cambio, el contexto en el que actúan los administradores de estos ahorros previsionales.

■ Gráfico 12



■ Gráfico 13



LOS FJP Y LAS CRISIS

Las crisis no afectaron de igual manera al VCP en todos períodos analizados⁴ (Gráfico 13). Durante el Efecto Tequila los registros muestran que este índice de la evolución del valor de los FJP retomó su valor previo en menos de 60 días hábiles, sin presentar caídas mayores al 1,5%. El índice Merval presentó su mayor caída (-50%) luego de transcurridos 60 días de la crisis y el índice EMBI tuvo su mayor pérdida a los 66 días, momento en que perdió casi el 35% de su valor.

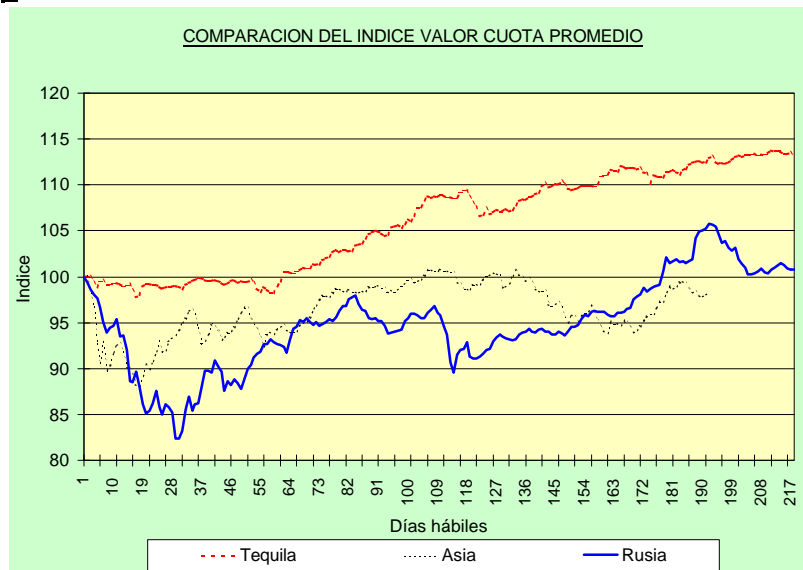
Si se observa lo ocurrido con la crisis asiática, el índice VCP tuvo un fuerte retroceso inicial y recuperó su valor en aproximadamente cien días hábiles, presentando leves oscilaciones posteriores que no se alejaron más del 2% del valor base durante los cuarenta días posteriores. La mayor caída de los índices VCP, Merval y EMBI se verificó el 12 de noviembre de 1997 (21 días después de la crisis), momento en que, respecto al inicio de la misma, la caída alcanzó el 11%, el 31% y el 14%, respectivamente.

⁴ Se toma como base el valor correspondiente al segundo día anterior al hecho desencadenante: 16 de diciembre de 1994, 15 de octubre de 1997 y

El mismo análisis realizado para el período que siguió al *default* de Rusia muestra que en el mismo lapso de cien días los índices no logran recuperar la pérdida. La mayor caída del VCP fue del 17,6% , la del Merval del 48,8% y la del EMBI del 25,3%. Todos los índices registraron las mayores pérdidas a los 30

La comparación de la evolución del índice que refleja el valor de los FJP entre los distintos períodos muestra la rapidez con que se recuperó el VCP durante el Efecto Tequila, en contraste con lo ocurrido luego de la crisis del sudeste asiático y de manera muy distinta a lo sucedido durante el *default* de Rusia, cuya recuperación se vio interrumpida por las turbulencias producidas por la devaluación del Real al punto de que sólo logró retomar el valor anterior a la crisis recién a mediados del mes de abril de 1999.

■ Gráfico 13



Si bien resulta obvio que los efectos sobre el VCP están relacionados con la composición de las carteras, a fin de comprender por qué en la crisis del sudeste asiático y en el *default* ruso el VCP cayó más que en el Efecto Tequila, es necesario considerar también la influencia de la recaudación mensual como proporción del FJP.

INFLUENCIA DE LA RECAUDACIÓN MARGINAL

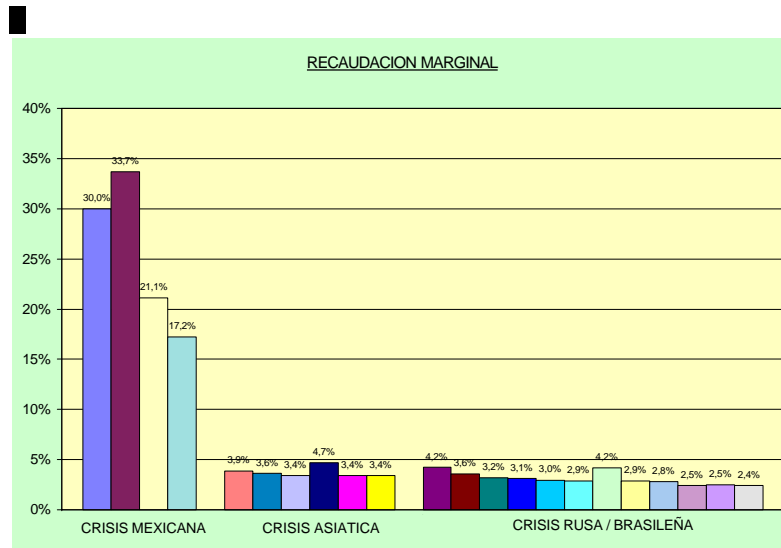
Como la crisis financiera provocada por la devaluación mexicana se presentó sólo cinco meses después de iniciado el Régimen de Capitalización Individual, el FJP aún no había alcanzado valores significativos.

Al 28 de febrero de 1995 (previo al momento de las mayores caídas de los índices), el FJP apenas superaba los 800 millones de pesos. En cambio, cuando se desataron las crisis asiática y rusa los FJP ascendían a 8.000 y 11.000 millones de pesos, respectivamente.

Para observar la influencia de la recaudación marginal, se consideró la recaudación mensual como porcentaje del FJP. En los meses que siguieron a la devaluación mexicana la recaudación mensual represen-

tó entre el 17% y el 33% del total de los fondos⁵, mientras que en las dos crisis posteriores, nunca superó el 5% (Gráfico 14 y Anexo I).

La recaudación marginal incidió en cada período de diferente manera sobre los FJP, explicando en parte el hecho de que el VCP no se haya depreciado tanto durante el Efecto Tequila y su recuperación haya sido más rápida que la observada con posterioridad a octubre de 1997 y a agosto de 1998.



COMPOSICIÓN DE LAS CARTERAS

El otro elemento que ayuda a explicar el distinto comportamiento del VCP durante las sucesivas crisis es la composición de las carteras de los FJP. Al comienzo del sistema la distribución relativa de los instrumentos era sustancialmente distinta a la observada con posterioridad, lo que generó disímiles efectos frente a las caídas generalizadas en los precios de los activos.

A fin de evaluar estos efectos, los instrumentos se agruparon atendiendo a los principales componentes: títulos públicos nacionales, provinciales y municipales – incluyendo los emitidos por entes estatales (grupo TGN); títulos públicos mantenidos a vencimiento (grupo TGNF); certificados de depósitos a plazo con tasa fija (CDF) y con rendimiento variable (CDRV); acciones (grupo ACC); y el resto, conformado por obligaciones negociables, títulos extranjeros, economías regionales y fondos comunes de inversión (grupo OTROS).

La participación relativa de los principales instrumentos en el total de las inversiones existente en forma previa a cada crisis fue diferente en cada caso, pero existen dos elementos que colaboran a explicar los resultados observados en el transcurso de los períodos críticos: la participación de las acciones y la de los).

Una primera conclusión que se deriva de la constitución de los FJP al iniciarse cada crisis es que la participación de los activos sujetos a la volatilidad de los mercados fue sustancialmente inferior antes del Efecto Tequila que en las crisis posteriores⁶.

⁵ El valor más alto está influenciado por el efecto sobre la recaudación del pago del aguinaldo.

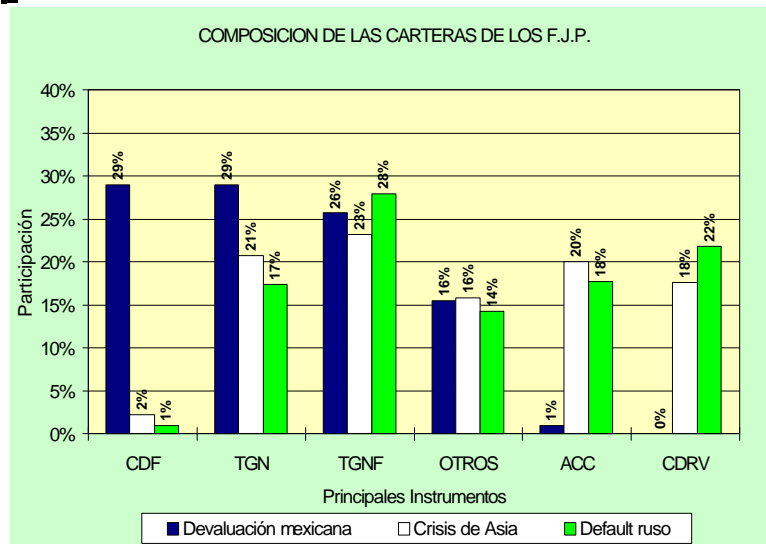
Antes de la devaluación mexicana existía una importante participación dentro de las carteras de depósitos a plazo con intereses proveniente de una tasa fija (29%), en contraste con la participación promedio del 21% y 17% de los depósitos de rendimiento variable (CDRV) antes de las crisis subsiguientes, relacionados con los precios de acciones y bonos⁷.

Los CDRV, inexistentes en la crisis mexicana, crecieron sostenidamente durante la crisis asiática y se redujeron también sostenidamente desde el inicio de la crisis rusa hasta el fin del período analizado.

En febrero de 1995, las acciones representaban menos del 1% del portafolio de los FJP, mientras que en mayo su participación había superado el 3% y a fines de ese año, al concluir la crisis, llegaba a casi el 6%.

A la crisis mexicana le siguió un período de estabilidad y relativa calma en los mercados financieros.

■ Gráfico 15



En ese contexto, al que se sumaban expectativas de crecimiento sostenido de la economía, la participación de las acciones en la cartera continuó aumentando al punto que, al desatarse la crisis asiática, representaban el 20% del portafolio. La inestabilidad que caracterizó a los mercados en esos momentos fue considerada transitoria y en los seis meses de la crisis la participación de las acciones en los FJP creció hasta el 23,1%. Ese fue uno de los registros más altos observados y, no obstante no haber disminuido la cantidad de acciones, la evolución de los precios relativos de los diferentes activos determinó que al desatarse la crisis rusa el porcentaje de acciones en el portafolio disminuyera al 18% y que con pocas variantes se mantuviese en ese nivel hasta el fin del período observado.

RENTABILIDAD DE LA CARTERA

Cuando se pretende conocer cómo se explica la variación del VCP en cada período es necesario observar el rendimiento obtenido por cada grupo particular de instrumentos y ponderarlo por su participación en el total del FJP; de esta manera se puede evaluar cuánto influyó cada instrumento en el VCP del sistema (*Anexo II*).

⁶ 45% antes del Efecto Tequila; 73% antes de la crisis asiática y 75% antes del *default* ruso.

⁷ La no volatilidad de los depósitos a tasa fija deriva de la valuación efectuada, que sólo considera el valor devengado de las inversiones.

Si bien resultan relevantes los resultados para cada una de las crisis, el análisis se ha focalizado en la información correspondiente a los últimos períodos - crisis del sudeste asiático y del *default* ruso (discriminando los acontecimientos suscitados luego de la devaluación del Real) - ya que la composición de los FJP en el período del Efecto Tequila hacen bastante obvios los resultados ⁸.

Como fue expresado antes, la participación de las acciones al desatarse la crisis mexicana era ínfima y fue creciendo durante el transcurso de la misma. Esto indica que gran parte de la recaudación marginal se destinó a comprar acciones que se habían depreciado significativamente (el Merval registró el valor más bajo de los últimos ocho años), y que retomaban rápidamente los valores anteriores a la crisis, ayudando a la recuperación del VCP. En este caso, las acciones fueron un elemento que colaboró a la recuperación.

La situación parece haber sido sustancialmente diferente en los períodos posteriores a pesar de que se repitió la estrategia de comprar acciones depreciadas durante la crisis asiática y el *default* ruso. Ello es así por cuanto el índice accionario no tuvo una recuperación sostenida y, en cambio, se mantiene hasta la fecha del informe casi un 35% por debajo del nivel que registraba antes de la crisis del sudeste asiático iniciada en octubre de 1997 ⁹.

Con los datos de las caídas del índice Merval durante las distintas crisis se puede explicar el comportamiento del VCP en el primer mes de la crisis y ver, específicamente, por qué cayó más rápidamente en la crisis de las economías del sudeste asiático recuperándose luego y por qué durante la crisis rusa la evolución fue diferente.

DIAS ¹⁰	EFFECTO TEQUILA	CRISIS DE ASIA	DEFAULT DE RUSIA
5	-10,5%	-16,6%	-7,5%
10	-12,7%	-18,1%	-16,1%
20	-12,7%	-30,6%	-37,8%
30	-18,0%	-20,1%	-41,0%

Por cuanto la participación de las acciones en los FJP era prácticamente similar en las dos últimas situaciones, la caída más rápida en la crisis asiática es explicada por el fuerte retroceso observado en el precio de las acciones en las primeras ruedas posteriores a la generalización de la crisis. El sendero posterior también se explica con relación a estos activos ya que, mientras alrededor de la vigésima rueda los precios siguieron cayendo luego del *default* ruso, comenzaron a recuperarse con cierta rapidez en la crisis del sudeste asiático.

El comportamiento dispar que tuvo el valor cuota promedio en cada crisis estuvo relacionado directamente con cada uno los elementos señalados, pero antes de extraer algunas conclusiones conviene analizar con más detalle lo ocurrido en las últimas crisis.

EFFECTOS EN LA CRISIS DEL SUDESTE ASIÁTICO

En los seis meses que constituyen el período se aprecia que las acciones fueron los activos que más afectaron negativamente el VCP y que las pérdidas sufridas en el primer mes con los títulos transables fueron recuperadas

⁸ Los datos correspondientes se presentan en el Anexo.

⁹ Comparación hecha con valores del Merval del 30-6-99. El índice Merval perdió un 20,22% entre el 22-10-97 y el 22-3-98 y un 4,34% entre el 31-7-98 y el 31-12-98, con pérdidas cercanas al 17% en septiembre del mismo año.

¹⁰ Corresponden a días hábiles de negociación.

*rápida*mente. Con relación a la conformación de la cartera, resalta la creciente participación de las acciones y de los CDRV en sustitución de títulos públicos y depósitos a plazo de tasa fija.

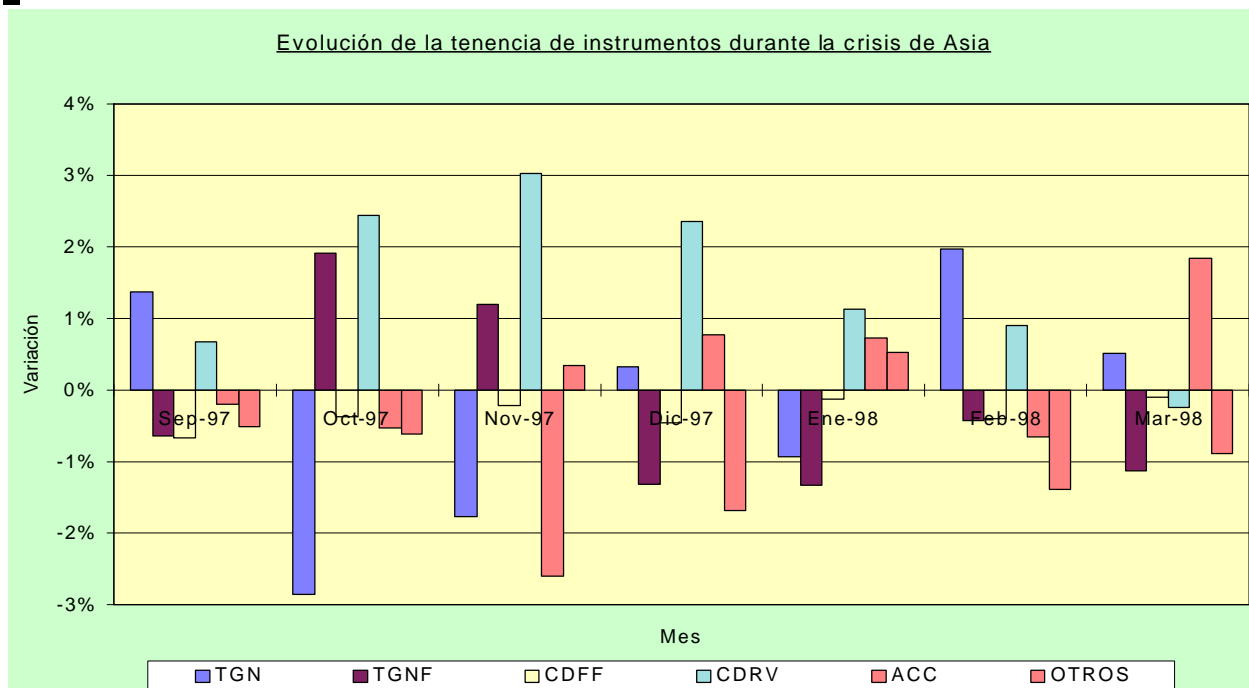
Del análisis detallado de la información correspondiente al período que se ha identificado con la crisis del sudeste asiático pueden destacarse los siguientes elementos:

- La variación neta del VCP para todo el período fue de 2,43%; la principal caída se observó en octubre de 1997 (-8,19%), explicada básicamente por el rendimiento negativo de las acciones (-21,98%) y de los bonos (-4,58%).
- Fue significativa la pérdida ocasionada por la caída del precio de los bonos durante el primer mes (-4,58%) pero ellos se recuperaron en los cinco meses restantes, determinando un efecto positivo acumulado del total de títulos públicos sobre la variación del VCP de más del 1,4%.
- Los CDRV también afectaron negativamente el VCP sólo en el mes de octubre; su rendimiento fue de -8,12%. En los meses restantes generaron un efecto positivo que compensó con creces esa pérdida y al cabo de los seis meses el incremento de la cuota provocada por estos activos fue de 2,22%. Esta variación es explicada por el comportamiento de los activos subyacentes de las imposiciones y por la constitución durante el último trimestre de 1997 de nuevos depósitos vinculados al rendimiento de títulos públicos, que en ese período hacían uso de ventajas contables derivadas del procedimiento de valuación vigente.
- Las acciones fueron los activos que mayor incidencia negativa tuvieron sobre el VCP (-1,3%). El resultado acumulado sobre el valor cuota estuvo prácticamente explicado por el efecto provocado en octubre (-4,40%) que no pudo ser compensado por el resultado de los meses siguientes, ya que la pérdida de valor de enero de 1998 se recuperó al mes siguiente.

COMPORTAMIENTO DURANTE LA CRISIS

- Los instrumentos que incrementaron su participación en los FJP con relación al inicio de la crisis fueron las acciones y los certificados de depósito de rendimiento variable. Juntos representaban casi el 38% de la cartera de los FJP al comenzar la crisis y cuando finalizó el período representaban casi el 48% del fondo.
- Desde octubre de 1997 hasta marzo de 1998 los depósitos a plazo constituidos a tasa fija y los títulos públicos fueron los instrumentos que registraron las caídas más pronunciadas de su participación dentro de los FJP, siendo sustituidos, básicamente, por depósitos a plazo de rendimiento variable. Mientras que en octubre de 1997 los dos primeros representaban casi el 47% de la cartera de los fondos, en marzo de 1998 su participación cayó a menos del 41%.
- El comportamiento no fue uniforme durante los seis meses analizados, observándose diferencias entre los primeros y los últimos meses. En los meses de octubre y noviembre de 1997 se produjo un pasaje importante de títulos públicos de la cartera transable a la cartera mantenida a vencimiento simultáneamente con una reducción en la tenencia de acciones y un aumento significativo de los CDRV con rendimiento vinculado a los títulos públicos. Los últimos meses del período, coincidentes con el primer trimestre de 1998, en cambio, incorporaron al portafolio activos más volátiles: bonos transables, acciones y CDRV vinculados a acciones (los últimos por montos inferiores al del primer subperíodo), y se redujo la posición neta de títulos mantenidos en la cartera a vencimiento.

■ Gráfico 16



EFFECTOS EN LA CRISIS RUSA

Los activos con mayor incidencia negativa sobre el VCP fueron los CDRV y las acciones, en ese orden; los Títulos Públicos, igual que en la crisis anterior, tuvieron una fuerte pérdida inicial y una rápida recuperación. La administración de la cartera, en cambio, experimentó modificaciones ya que aumentaron su participación los Títulos Públicos y los depósitos a plazo de tasa fija a la vez que se produjo una continua cancelación neta de CDRV.

Del período posterior al incumplimiento de los compromisos financieros derivados de la deuda rusa, incluyendo las dificultades posteriores a la devaluación del Real, se puede destacar:

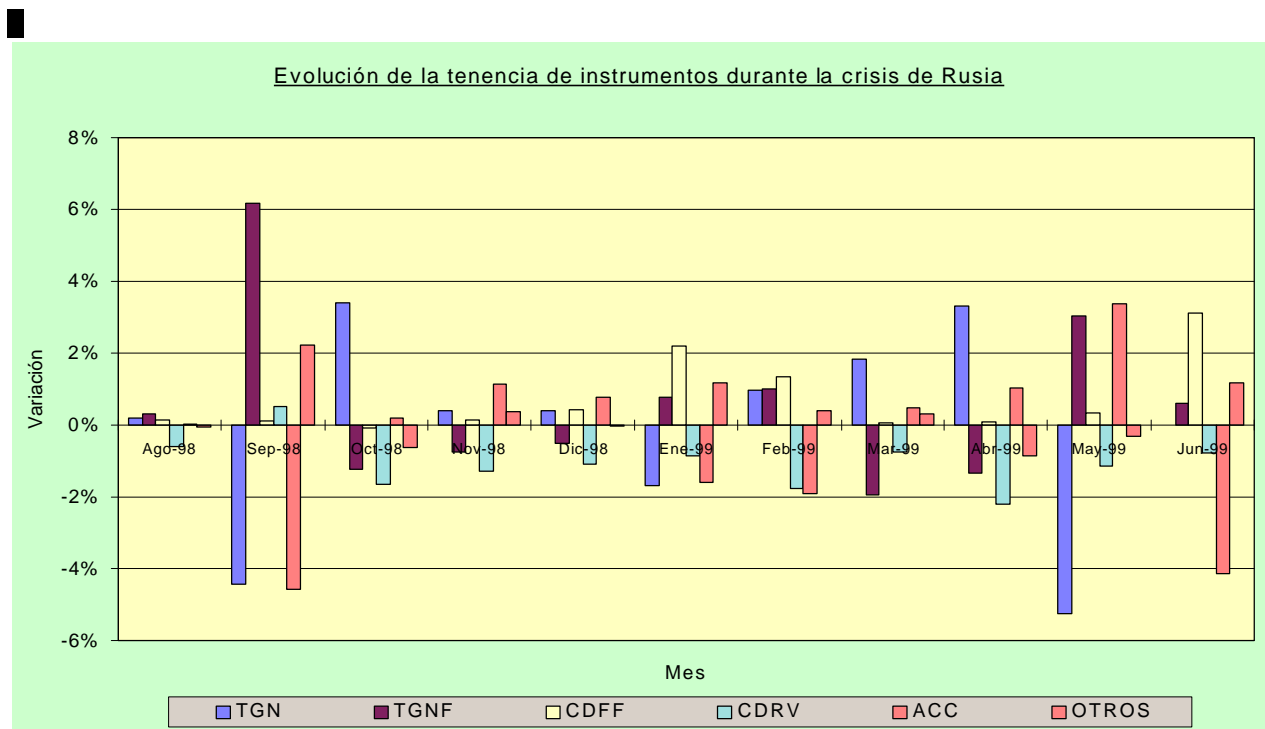
- La variación neta del VCP para el período de once meses analizado fue de 3,10%. La mayor caída se registró en agosto de 1998 (-14,45%); casi la mitad de esa variación está explicada por el rendimiento negativo de las acciones (-39,62%) y en otra proporción importante por la caída del precio de los bonos (-10,65%). La suba más importante aconteció en el mes de abril de 1999 (7,26%) y estuvo principalmente explicada por la performance positiva mostrada por las acciones (22,53%).
- A pesar de las pérdidas de valor de los títulos públicos durante agosto de 1998 y enero de 1999, los incrementos de precios registrados en los meses restantes determinaron un efecto positivo acumulado de estos activos sobre la variación del VCP de 3,80%.
- Los CDRV afectaron negativamente el VCP en seis de los once meses del período analizado; el efecto más importante fue registrado durante el mes de agosto de 1998 (-2,15%) debido a la exposición a los dos tipos de activos que más valor perdieron en el mercado: acciones y bonos. Por las características con que estaban constituidos los depósitos y la evolución posterior de los precios de los activos

subyacentes, al cabo de los once meses del período los CDRV tuvieron un rendimiento negativo de 10,25%, que afectó negativamente al VCP en 1,61%.

- Las acciones fueron otros de los activos que también tuvieron importante incidencia negativa sobre el VCP en este período (-1,73%). El rendimiento negativo de las acciones en agosto de 1998 hizo caer el VCP ese mes en 7,01%, explicando, como se señaló antes, casi la mitad de la caída registrada. La cotización de las acciones no tuvo una recuperación tan marcada como en las crisis anteriores y, en cambio, volvió a experimentar fuertes caídas en diciembre de 1998 y enero de 1999 incidiendo también negativamente en la variación del VCP de esos meses. Las subas observadas durante el período de febrero a abril fueron un factor importante en la recuperación del VCP.

COMPORTAMIENTO DURANTE LA CRISIS

- A la inversa de lo ocurrido en la crisis asiática, los instrumentos que más incrementaron su participación en los FJP fueron los depósitos a plazo con tasa fija y los títulos públicos en general. Mientras al inicio de la crisis ambos constituían el 46% de la cartera, al final de la misma representaron cerca del 57%.
- En los meses en que se desencadena la crisis y se agudiza luego de la devaluación de la moneda brasileña, se repite el comportamiento de pasar títulos públicos a la cartera mantenida a vencimiento y disminuir la tenencia de acciones pero, a diferencia de la etapa previa, comienzan a constituirse depósitos a plazo con tasa fija por montos significativos. Estos pasaron de representar menos del 1% del portafolio en agosto de 1998, a más del 8% en junio de 1999.
- Dentro de la gran inestabilidad del período, durante los meses de relativa calma se observa un patrón medianamente constante de asignación de recursos a los distintos tipos de instrumentos, salvo la



CONCLUSIONES

Sobre la base de lo expuesto cabe concluir que tanto en la crisis de las economías del sudeste asiático como luego del *default* ruso, la recaudación marginal no tuvo la influencia que tuvo en el Efecto Tequila, que los precios de las acciones no se recuperaron como lo hicieron luego de la devaluación mexicana y que los depósitos a plazo también jugaron un rol diferente por las diferentes características que tenían a fines de 1994 y en los períodos posteriores. La reestructuración de la cartera en los primeros meses del año 1999 podría configurar un cambio de estrategia en la administración de los FJP respecto a todos los períodos anteriores.

En todas las crisis se adquirieron activos cuyos precios se encontraban supuestamente depreciados con la expectativa de que su recuperación permitiera cubrir las pérdidas originadas en el stock. Como consecuencia de un cambio en el método de valuación de los CDRV, a partir del mes de marzo de 1998 las administradoras adquirieron títulos públicos para ser incorporados en la cartera mantenida a vencimiento. Una vez agotado el límite fijado por la ley para los títulos públicos, y coincidente con el inicio de la crisis brasileña, la liquidez disponible por el vencimiento de los certificados a tasa variable fue destinada a colocaciones a plazo con tasa fija (*Anexo III*).

Durante el Efecto Tequila el VCP se recuperó rápidamente por la incidencia de la alta recaudación marginal y su aplicación a la adquisición de papeles muy devaluados, que se apreciaron rápidamente. Este efecto fue superior a la pérdida de valor del stock por las caídas generalizadas de los precios.

En los meses posteriores a las crisis del sudeste asiático y del *default* de Rusia, la elevada posición en valores de renta variable, la escasa y demorada recuperación de los índices bursátiles y el menor efecto de la recaudación marginal, no ayudaron a que se recuperaran las pérdidas ocasionadas en el stock. Por este motivo, el valor cuota promedio no pudo retomar los valores previos a las crisis.

El cambio de estrategia que se podría estar produciendo llevaría también a modificar la composición de las carteras, disminuyendo la exposición de los FJP a las fluctuaciones de los mercados. Si bien la volatilidad del precio de los títulos públicos y de las acciones ha experimentado una reducción sensible en los primeros meses de 1999, es particularmente destacable que la volatilidad del VCP ha disminuido, desde su máximo en octubre de 1998, un 80,54% mientras que la del índice Merval y la del índice de bonos argentinos EMBI cayó un 73,64% y un 77,65% respectivamente.

Esta reestructuración de la composición de las carteras que comienza a insinuarse otorgaría a los FJP mayor estabilidad y los tornaría más inmunes a los vaivenes de los mercados. No obstante, es de destacar que el reducido tamaño del mercado bursátil local en relación con los FJP otorga a las carteras una rigidez que dificulta una rápida recomposición de las mismas.

ANEXO I

RECAUDACIÓN MARGINAL DURANTE LAS CRISIS

La recaudación marginal muestra la recaudación mensual como porcentaje del FJP. Los cuadros corresponden a los distintos períodos seleccionados. Los importes están expresados en miles de pesos.

TEQUILA	Dic-94	Ene-95	Feb-95	Mar-95
Recaudación	157.448	234.756	171.571	163.865
Fondos	524.885	696.681	811.736	950.636
%	30,00	33,70	21,14	17,24

ASIA	Oct-97	Nov-97	Dic-97	Ene-98	Feb-98	Mar-98
Recaudación	308.326	303.267	300.151	427.311	328.811	341.680
Fondos	7.900.270	8.401.169	8.827.147	9.076.168	9.621.353	10.028.786
%	3,90	3,61	3,40	4,71	3,42	3,41

RUSIA	Jul-98	Ago-98	Sep-98	Oct-98	Nov-98	Dic-98
Recaudación	455.960	335.962	323.426	333.713	342.791	332.796
Fondos	10.808.003	9.444.815	10.139.401	10.761.765	11.470.031	11.526.393
%	4,22	3,56	3,19	3,10	2,99	2,89

	Ene-99	Feb-99	Mar-99	Abr-99	May-99	Jun-99
Recaudación	479.615	343.997	353.323	338.299	342.340	337.739
Fondos	11.458.675	11.902.641	12.502.856	13.724.147	13.536.427	13.861.167
%	4,19%	2,89%	2,83%	2,46%	2,53%	2,44%

ANEXO II

INFLUENCIA DE CADA GRUPO DE INSTRUMENTOS EN LA VARIACIÓN DEL VCP.

Crisis asiática

Este cuadro muestra las participaciones porcentuales (a fin de cada mes) de cada grupo de instrumentos en el fondo total.

	Oct-97	Nov-97	Dic-97	Ene-98	Feb-98	Mar-98	Promedio
TGN	44,37	42,26	41,01	39,94	39,94	39,80	41,82
TEE	2,89	2,53	2,34	2,26	2,24	2,10	2,46
ON	3,55	3,09	2,87	2,74	2,53	2,39	3,05
CDF	2,26	1,83	1,41	1,31	0,87	0,81	1,65
ACC	20,00	20,46	21,46	20,29	22,02	23,12	21,24
CDRV	17,55	20,99	23,04	24,46	24,74	24,58	21,16
EC.REG.	0,05	0,05	0,05	0,04	0,04	0,04	0,05
RESTO	9,33	8,80	7,83	8,98	7,63	7,16	8,57

Este cuadro muestra el rendimiento mensual de cada grupo de instrumentos.

	Oct-97	Nov-97	Dic-97	Ene-98	Feb-98	Mar-98	Promedio
TGN	-4,58	3,06	1,34	1,33	1,52	1,17	3,39
TEE	1,12	-1,91	0,03	1,79	1,59	1,44	3,70
ON	-1,08	-1,71	-0,22	0,21	2,16	2,26	0,56
CDF	0,80	0,78	0,96	0,90	0,83	0,81	4,32
ACC	-21,98	5,05	5,10	-7,64	8,15	3,12	-6,14
CDRV	-8,12	6,30	3,59	1,53	2,89	1,67	10,50
EC. REG	-0,51	0,80	0,66	1,73	1,52	-0,27	3,64
RESTO	-3,74	0,71	0,46	-0,55	1,78	1,09	-1,02

Este cuadro muestra el rendimiento mensual de cada grupo de instrumentos ponderado por su participación porcentual en el fondo total.

	Oct-97	Nov-97	Dic-97	Ene-98	Feb-98	Mar-98	Promedio
TGN	-2,03	1,29	0,55	0,53	0,61	0,46	1,42
TEE	0,03	-0,05	0,00	0,04	0,04	0,03	0,09
ON	-0,04	-0,05	-0,01	0,01	0,05	0,05	0,02
CDF	0,02	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,07
ACC	-4,40	1,03	1,10	-1,55	1,79	0,72	-1,30
CDRV	-1,43	1,32	0,83	0,37	0,71	0,41	2,22
EC. REG	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
RESTO	-0,35	0,06	0,04	-0,05	0,14	0,08	-0,09
TOTAL	-8,19	3,62	2,52	-0,64	3,35	1,76	2,43

ANEXO II - CONTINUACIÓN

Crisis rusa

Este cuadro muestra las participaciones porcentuales (a fin de cada mes) de cada grupo de instrumentos en el fondo total.

	Ago-98	Sep-98	Oct-98	Nov-98	Dic-98	Ene-99	Feb-99	Mar-99	Abr-99	May-99	Jun-99	Promedio
TGN	45,29	46,70	47,19	46,75	47,98	47,16	48,11	47,97	47,71	48,32	48,30	47,41
TEE	1,95	1,70	1,65	1,61	2,01	2,03	1,96	2,74	2,69	2,65	2,99	2,18
ON	2,67	2,39	2,35	2,45	2,50	2,46	2,34	2,29	2,21	2,39	2,29	2,39
CDF	0,99	0,93	0,87	0,99	1,50	3,82	4,97	4,96	4,80	5,70	8,59	3,47
ACC	17,69	18,23	19,19	19,91	18,36	16,18	16,74	17,39	21,28	19,97	17,33	18,39
CDRV	21,84	20,44	19,18	17,95	17,33	16,66	14,39	13,36	11,31	10,42	9,56	15,68
EC.REG	0,11	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	1,37	1,42	1,56	0,42
RESTO	9,47	9,59	9,55	10,29	10,30	11,66	11,46	11,26	8,62	9,13	9,38	10,06

Este cuadro muestra el rendimiento mensual de cada grupo de instrumentos.

	Ago-98	Sep-98	Oct-98	Nov-98	Dic-98	Ene-99	Feb-99	Mar-99	Abr-99	May-99	Jun-99	Promedio
TGN	-10,65	7,42	2,95	3,18	0,40	-1,31	1,58	2,89	2,91	-1,99	0,68	8,02
TEE	-4,36	-5,27	2,45	5,79	2,10	0,45	-0,21	3,04	3,62	-0,33	-0,07	9,73
ON	-2,05	-7,18	-1,91	5,69	2,50	-0,91	0,60	2,15	2,74	-2,08	-0,88	-0,07
CDF	0,69	0,88	0,90	0,91	0,63	0,49	0,81	0,93	0,78	0,77	0,69	9,30
ACC	-39,62	7,66	10,40	8,55	-9,36	-16,17	4,53	6,56	22,53	-9,32	2,71	-1,73
CDRV	-9,85	0,86	1,66	2,26	-0,92	-1,59	0,23	-0,64	4,49	-4,07	-0,08	-10,25
EC.REG	-2,45	-4,74	-2,40	5,07	4,96	0,51	-0,80	3,71	3,19	1,08	-5,60	8,99
RESTO	-3,52	-0,70	-0,64	2,15	-0,84	-0,04	0,10	3,46	3,78	-0,33	0,21	6,45

Este cuadro muestra el rendimiento mensual de cada grupo de instrumentos ponderado por su participación porcentual en el fondo total.

	Ago-98	Sep-98	Oct-98	Nov-98	Dic-98	Ene-99	Feb-99	Mar-99	Abr-99	May-99	Jun-99	Promedio
TGN	-4,82	3,46	1,39	1,48	0,19	-0,62	0,76	1,39	1,39	-0,96	0,33	3,80
TEE	-0,09	-0,09	0,04	0,09	0,04	0,01	0,00	0,08	0,10	-0,01	0,00	0,21
ON	-0,05	-0,17	-0,04	0,14	0,06	-0,02	0,01	0,05	0,06	-0,05	-0,02	0,00
CDF	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,02	0,04	0,05	0,04	0,04	0,06	0,32
ACC	-7,01	1,40	1,99	1,70	-1,72	-2,62	0,76	1,14	4,79	-1,86	0,47	-0,32
CDRV	-2,15	0,18	0,32	0,41	-0,16	-0,27	0,03	-0,09	0,51	-0,42	-0,01	-1,61
EC.REG	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,04	0,02	-0,09	0,04
RESTO	-0,33	-0,07	-0,06	0,22	-0,09	0,00	0,01	0,39	0,33	-0,03	0,02	0,65
TOTAL	-14,45	4,71	3,65	4,06	-1,66	-3,50	1,61	3,01	7,26	-3,28	0,76	3,10

ANEXO III

DEPÓSITOS A PLAZO FIJO

El cuadro muestra los certificados a plazo fijo con rendimiento variable que vencieron en cada mes, los certificados a plazo fijo con tasa fija que se constituyeron en los mismos meses y la relación entre ambos.

	CDRV VENCIDOS	CDF CONSTITUIDOS	RELACION (CDF Cons. / CDRV Venc.)
Ago-98	33.404.843	22.814.353	0,7
Sep-98	7.425.827	16.268.697	2,2
Oct-98	41.791.108	36.686.577	0,9
Nov-98	70.144.123	46.357.674	0,7
Dic-98	43.590.659	71.292.484	1,6
Ene-99	65.097.134	305.464.055	4,7
Feb-99	212.214.556	313.841.143	1,5
Mar-99	56.472.848	235.513.484	4,2
Abr-99	196.730.053	202.768.960	1,0
May-99	105.710.330	187.610.593	1,8
Jun-99	99.590.807	492.164.774	4,9
TOTAL	932.172.288	1.930.782.794	2,1

ANEXO IV

CAMBIOS OBSERVADOS EN LAS TENENCIAS DE INSTRUMENTOS

El método de cálculo de los cuadros fue el siguiente: a la participación original de cada instrumento se le restó su rentabilidad mensual. Con estos valores se calcularon nuevamente las participaciones relativas en el total de la cartera y se compararon mes a mes. De esta manera fue posible conocer cual ha sido la evolución de la composición de las carteras de los FJP en los períodos analizados sin tener en cuenta el efecto de la rentabilidad mensual.

El cálculo surge de comparar la participación relativa de cada grupo de instrumentos al finalizar un mes, descontada la rentabilidad obtenida durante el período, con la participación existente al inicio del mismo.

Crisis Asiática

	Sep-97	Oct-97	Nov-97	Dic-97	Ene-98	Feb-98	Mar-98
TGN	1,37	-2,86	-1,78	0,33	-0,93	1,98	0,51
TGNF	-0,64	1,92	1,21	-1,32	-1,32	-0,43	-1,13
CDFE	-0,68	-0,37	-0,21	-0,45	-0,13	-0,39	-0,09
CDRV	0,66	2,44	3,03	2,35	1,12	0,90	-0,24
ACC	-0,20	-0,52	-2,60	0,77	0,73	-0,66	1,84
OTROS	-0,52	-0,61	0,35	-1,68	0,53	-1,39	-0,89

Crisis rusa

	Ago-98	Sep-98	Oct-98	Nov-98	Dic-98	Ene-99	Feb-99	Mar-99	Abr-99	May-99	Jun-99
TGN	0,19	-4,44	3,40	0,40	0,41	-1,68	0,96	1,82	3,30	-5,25	0,01
TGNF	0,31	6,16	-1,22	-0,75	-0,53	0,79	0,99	-1,94	-1,36	3,02	0,61
CDFE	0,14	0,13	-0,07	0,13	0,44	2,20	1,34	0,06	0,07	0,33	3,12
CDRV	-0,61	0,52	-1,67	-1,29	-1,07	-0,86	-1,76	-0,74	-2,20	-1,15	-0,78
ACC	0,02	-4,58	0,19	1,14	0,78	-1,61	-1,92	0,50	1,04	3,36	-4,14
OTROS	-0,05	2,22	-0,63	0,36	-0,03	1,16	0,39	0,30	-0,86	-0,31	1,18