

Perspectivas en el campo de las inversiones en el Seguro de Vida

Por

JUAN FERRER SALA

Actuario. Censor Jurado de Cuentas

Con carácter previo considero conveniente destacar:

- Que sin dejar de referirme a las perspectivas de la inversión en un futuro próximo, he centrado este trabajo en los aspectos más permanentes o estructurales de la función financiera.
- Que la exposición no se refiere, exclusivamente, al Seguro de Vida, aunque por su mayor capacidad de generar Reservas Técnicas es de gran importancia para el Ramo una eficaz gestión de las inversiones.

Por ello, en el trabajo se analizan, en sus grandes líneas, los siguientes aspectos:

1. FUNCION FINANCIERA DEL SEGURO

Peculiaridades del Sector Asegurador en el ámbito financiero.

2. SISTEMA FINANCIERO

Marco donde se desarrolla dicha función.

3. PERSPECTIVAS EN EL CAMPO DE LAS INVERSIONES

Productos en los que se materializa la inversión.

I. LA FUNCION FINANCIERA DEL SEGURO

I.1. ASPECTOS BASICOS

En contraposición a los intermediarios financieros bancarios, que llevan a cabo la transformación de plazo a través de un proceso de intermediación, la función financiera del Seguro se desarrolla, fundamentalmente, mediante la inversión de las Reservas Técnicas.

La transformación de plazo no se basa, por tanto, en la intermediación, sino que es consecuencia de la propia actividad aseguradora que convierte en inversión a largo plazo lo que, en general, no fue siquiera considerado como ahorro por el asegurado.

El asegurado, excepto en la cobertura de algunos riesgos de Vida, no es consciente del aspecto AHORRO que comporta el acto de aseguramiento, lo que explica la gratuidad (excepto en la parte relativa al interés técnico considerado en Vida y a la posible participación que se otorgue en beneficios) de los fondos ajenos de que dispone el Seguro.

Parece, pues, fundamental resaltar el carácter de INVERSIONES INSTITUCIONALES de las Entidades Aseguradoras.

1.2. IMPORTANCIA DE LA GESTION FINANCIERA

Desde el punto de vista de los resultados y, de forma creciente, los beneficios financieros constituyen el eje de la rentabilidad de las empresas de seguros.

Así, en el Anexo n.º 1, se contempla el resultado global del negocio como derivado del beneficio financiero.

El aspecto financiero se convierte, pues, en factor crítico de rentabilidad, ya que el desarrollo económico-social trae consigo un deterioro de los resultados técnicos y otorga, como contrapartida, mayores oportunidades de beneficio en el campo de las inversiones, como consecuencia de:

- las posibilidades que ofrecen los mercados financieros desarrollados
- que la actividad aseguradora crece, en general, por encima del P.I.B.

Al analizar los rendimientos debe tenerse en cuenta, no obstante, que el interés incluido en las tarifas de Vida tiene el carácter de Resultado Técnico.

Por otra parte, la promoción del Ramo de Vida requiere de fórmulas de participación en beneficios, lo que viene a reforzar la importancia de la gestión financiera.

1.3. CONDICIONANTES DEL RESULTADO FINANCIERO

Las posibilidades de obtener beneficios vienen condicionadas por distintos factores entre los que cabe distinguir los siguientes:

1.3.1. Legales

El más importante es el derivado de la regulación sobre la inversión de las Reservas Técnicas (Anexo n.º 2).

Dichas normas pretenden minimizar los riesgos de la inversión, en defensa de los intereses de los asegurados, pero, a su vez, suponen, como consecuencia de la propia norma y de la obligatoriedad de los depósitos del Primer y Segundo Tramos, un factor de inmovilismo que se ha traducido en una escasa adaptación a los cambios registrados en el mercado (Anexo n.º 3) y una baja rentabilidad de los fondos invertidos (Anexo n.º 4).

Otro, es el relativo a los criterios de valoración de las inversiones a efectos de cobertura que, con las medidas coyunturales dictadas por la desfavorable evolución del mercado bursátil, han supuesto un nuevo freno a la necesaria adaptación a las variaciones del mercado. Desaparecidas dichas normas coyunturales cabría esperar, con la posibilidad de aplicar a saneamiento la Reserva constituida de acuerdo con la Ley de Presupuestos de 1979, una cierta reconversión de las Carteras de Valores de las Entidades.

1.3.2. De mercado

La gestión financiera está limitada por la gama de inversiones que, en cada momento, ofrece el mercado.

1.3.3. Operativos

Las normas de actuación interna de cada Entidad afectan al volumen de fondos invertibles y a los instrumentos en que la inversión se materializa.

Por ejemplo, el desarrollo de los productos de Vida ligados a Fondos de Inversión, supone una canalización de fondos hacia tales activos financieros.

Los criterios seguidos en materia de oficinas, informática, política social, etc. influyen, asimismo, en el volumen de inversión y, consecuentemente, en los resultados financieros.

En general es negativa la experiencia en inversiones realizadas con criterios de captación de negocio.

1.3.4. Política de inversiones.

Es el condicionante que cada Entidad se impone a sí misma en función de su visión del riesgo y grado de preferencia por la liquidez.

La consideración global de los factores de:

- seguridad
- rentabilidad
- liquidez

debe concretarse a través de unos **CRITERIOS DE INVERSION** que tengan en cuenta los aspectos de:

- rendimiento corriente
- peligro de depreciación o pérdidas
- valoración a efectos de cobertura
- factor de equilibrio (diversificación).

1.4. FACTORES DE RENDIMIENTO EN LA INVERSION

Para obtener un adecuado rendimiento se requiere:

1.4.1. Maximizar los fondos invertibles.

Lo que implica una política encaminada a conseguir el mayor incremento de las Reservas Técnicas mediante:

- una gestión comercial que potencie el desarrollo del Seguro de Vida Individual, por ser el que mayores Reservas genera;
- una gestión del Reaseguro basada en la máxima retención de primas compatible con la estabilidad de la Entidad;
- una gestión eficaz en el cobro de saldos y recibos.

1.4.2. Eficacia en la gestión de las inversiones.

Debe perseguirse el rendimiento óptimo compatible con los condicionantes legales, de mercado y operativos.

Factores clave de una buena gestión son:

- la valoración adecuada de la coyuntura;
- la capacidad de adaptación al cambio,

junto con la consideración de los aspectos fiscales que afectan al resultado neto de la inversión y que, en general, no han sido suficientemente valorados por parte de los emisores ni de los inversores (Anexo n.º 5).

Tal vez la escasa sensibilidad que el mercado muestra ante los aspectos fiscales se deba, en parte, a la inseguridad jurídica que producen las modificaciones, por disposiciones de menor rango, introducidas a la Ley 61/1978 del Impuesto sobre Sociedades y que, básicamente, han reducido los incentivos que se otorgaban a la inversión. Así,

- el Decreto-Ley 3.061 de 19/12/79, que regula el régimen fiscal de la inversión empresarial, limita al 10% la *Deducción por inversiones* en la suscripción de valores mobiliarios (art. 41.1.d) que, en ciertas condiciones, la Ley 61/1978 fijaba en el 15% (art. 26), y

- la reciente Ley 44/1981 de 26/12/81 sobre Presupuestos Generales del Estado para 1982, dispone (art. 35.4) que la *Deducción por inversiones* se aplicará sobre las inversiones *netas* (deducidas las enajenaciones efectuadas desde 1/10/81 hasta 31/12/82) con el límite máximo de la parte del beneficio del ejercicio 1981 destinada a Reservas.

2. SISTEMA FINANCIERO

2.1. INTRODUCCION

Aunque el sistema financiero se asienta en dos pilares básicos:

- Sistema Crediticio y
- Mercado de Capitales

el funcionamiento y diversidad de Entidades, Productos y Mercados alternativos, difiere grandemente de unos a otros países, siendo los más desarrollados los que mayor pluralidad ofrecen.

Pensemos, por ejemplo, en los *mercados* del oro y de mercancías (Commodities), tan importantes en algunos países, o en el papel de *instituciones* como Fondos de Pensiones o Casas de Descuento, para convenir que el sistema financiero español está lejos aún de su “rápida acomodación hacia un sistema financiero de patrón occidental, y hacia unos mercados monetarios, bursátiles, de crédito, y de captación de fondos, homologables en eficacia a los de otros países del área de la OCDE”, como se indica en las Conclusiones de un importante trabajo que contiene el número monográfico “SISTEMA FINANCIERO PRESENTE Y FUTURO” publicado, recientemente, en PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA.

Creo, efectivamente, que, a pesar de los cambios abordados en la década de los 70 (especialmente a partir de 1977), aún no ultimados, es largo el camino a recorrer para conseguir que el sistema financiero ofrezca una más amplia gama de oportunidades de colocación u obtención de fondos y mayor eficacia en la asignación de los recursos.

2.2. SISTEMA CREDITICIO

Constituye, en el caso español, la base del sistema financiero, pues el Mercado de Capitales, como consecuencia de la crisis bursátil, contribuye sólo con el 12% a la financiación externa de las empresas. (Anexo n.º 6).

2.2.1. Banca Privada.

Detenta el 67,2% del total de los depósitos (datos a noviembre 1981 — Boletín Estadístico del Banco de España de diciembre) y otorga, al Sector Privado, el 68,9% de la financiación aportada por el sistema crediticio.

Hay que tener en cuenta, además, que la importancia real de la Banca excede de la derivada de su papel como Entidades de Crédito, pues, directa o indirectamente, está presente en la totalidad del Sistema Financiero, a través de:

- Sociedades de Leasing
- Fondos de Inversión
- Sociedades de cartera
- Entidades de Seguros
- S.M.M.D., etc.

e influye, poderosamente, en el funcionamiento del Mercado de Capitales.

2.2.2. Cajas de Ahorro.

Constituyen el segundo grupo, en importancia, del sistema financiero español, con una participación del:

- 32,8% en los depósitos y
- 23,2% en la financiación otorgada por las Entidades de Crédito.

Como en el caso de la Banca, su importancia trasciende del papel directo que desempeñan. Por ejemplo, las Cajas son los mayores suscriptores de Obligaciones.

2.2.3. Entidades Oficiales de Crédito.

El Crédito Oficial está constituido por un conjunto de Bancos, Sociedades Anónimas de propiedad pública, especializadas en la financiación a medio y largo plazo de sectores considerados prioritarios.

No están autorizadas a recibir depósitos de particulares y canalizan el 7,9% de la financiación total aportada por el sector crediticio.

2.2.4. Otras Entidades Financieras.

Su importancia respecto al conjunto del sistema financiero es escasa, cabiendo señalar, no obstante, las siguientes:

- Crédito cooperativo (entre el que se incluyen las Cajas Rurales)
- Sociedades de Financiación
- Sociedades de Arrendamiento Financiero (leasing)
- Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria
- Sociedades de Garantía Recíproca
- Entidades de Seguros.

Muy recientemente, septiembre de 1981, se han autorizado las Sociedades Mediadoras en el Mercado de Dinero, cuyo papel se deberá valorar en el futuro.

2.3. MERCADO DE CAPITALS

2.3.1. Mercado de emisiones (Anexos números 7 a 13).

cabe distinguir:

Deuda Pública y Entidades Oficiales de Crédito.

Suscritas en su mayor parte por particulares.

Emisiones de Corporaciones Locales, INI y Renta Fija.

Colocadas, fundamentalmente, en Cajas de Ahorros.

Renta variable.

Que son, prácticamente, las únicas canalizadas por el Mercado Bursátil.

2.3.2. Bolsas de Valores.

Con la peculiaridad de su fragmentación en cuatro mercados, pues cada Bolsa funciona autónomamente, sin unicidad de cotización de los valores.

El nominal contratado en 1981 ascendió a 208.809 millones de pesetas, de los cuales un 72,08% fue en Renta Variable (Anexo n.º 14).

Además del clásico mercado de valores, se ha constituido un mercado bursátil de Letras de Cambio con un volumen nominal, negociado en 1981, de 61.590 millones (Anexo n.º 15).

2.3.3. Corredores de Comercio.

Intervienen un 30%, aproximadamente, del volumen total negociado en el mercado secundario.

2.4. ANALISIS DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL

Las grandes líneas de la reforma de los años 70 (en realidad se inició en julio de 1969 con la liberalización de los tipos de las operaciones activas a más de 3 años) han perseguido los siguientes objetivos fundamentales:

- a) Fomento del ahorro a través de una progresiva liberalización de los tipos de interés:

- en 1969 se liberalizan las operaciones activas a más de 3 años;
 - en 1974 las operaciones a 2 años;
 - en 1977 las de plazo superior a 1 año;
 - en 1981 (O. M. 17/1/81) las de plazo superior a 6 meses y cuantías a partir de un millón de pesetas.
- b) Instrumentación de una política monetaria, mediante el desarrollo del mercado de dinero:
- Creación de los coeficientes de Caja (O. M. de 2/12/70 y 15/12/71).
 - Bonos del Tesoro a tipo libre (O. M. de 3/3/73).
 - Autorización de las S.M.M.D. (Circular de 9/1/81).
- c) Fomento de la competencia institucional:
- Normas sobre creación de Bancos (Decreto-Ley de 9/8/74).
 - Posibilidad de creación de nuevas oficinas en la Banca comercial (1972 y 1973), con la influencia que muestran las siguientes cifras:

1967	3.841	oficinas
1972	4.819	»
1977	9.719	»
1981	13.027	»
 - Facultad de apertura de nuevas oficinas en la Banca industrial (1974), que ha registrado la siguiente evolución:

1967	34	oficinas
1972	79	»
1977	491	»
1981	975	»
 - Autorización de Bancos extranjeros (R. D. 1338/1978 de 23/6/78).
 - Equiparación operativa de las distintas Entidades Crediticias:
 - Práctica desaparición de la Banca industrial, cuya diferenciación con la comercial es sólo consecuencia de la primitiva regulación legal (Ley de Bases de 1962).
 - Acceso de las Cajas de Ahorro a los mercados monetarios e instrumentos anteriormente privativos de los Bancos (como, por ejemplo, certificados de depósitos o descuento de efectos).
- d) Refuerzo de las medidas de control de las instituciones y defensa de los intereses de los depositarios:
- Creación de un coeficiente de garantía para la Banca comercial (O. M. de 9/8/74).

- Creación de un fondo de garantía de depósitos para Bancos y Cajas (R. D. 3047 y 3048 de 11/11/77).
 - Constitución de la Corporación Bancaria (1978).
 - Normas sobre saneamiento de activos y distribución de resultados (Circular n.º 157 de 15/12/78).
 - Limitación y control de la prestación de avales (Circular 172 de 13/7/79).
 - Adecuación del Fondo de Garantía de Depósitos (R. D. L. 480 de 28/3) con amplias facultades para adquirir Bancos en crisis, o para obligarles a sanearse.
- e) Mayor transparencia del mercado:
- Información sobre los emisores de títulos valores (R. D. 1847/80 de 5/9).
 - Formación de los precios bursátiles, según principios de mercado (R. D. 1849/80 de 5/9).
 - Perfeccionamiento de las normas de contratación bursátil (R. D. 1538/81 de 13/7).
 - Publicación de los tipos de interés preferentes (O. M. 17/1/81).
- f) Creación de un mercado crediticio a largo plazo:
- Fijación de coeficientes de financiación, a medio y largo plazo, a Bancos y Cajas de Ahorro (O. M. 17/1/81).
 - Regulación de operaciones a tipo de interés variable denominadas en pesetas (Circular n.º 1281 de 24/2).
- g) Desarrollo de fórmulas de financiación especializada para ciertos tipos de empresas o actividades:
- Sociedades de Garantía Recíproca y Sociedades Mixtas de Segundo Aval (R. D. 13/12/81 de 10/4).
 - Ley del Mercado hipotecario (Ley 281 de 25/3).

El simple enunciado de las medidas dictadas muestra el alcance de la reforma emprendida y su dirección liberalizadora. En muchos aspectos, sin embargo, su influencia no se ha podido apreciar aún, por el poco tiempo transcurrido, y persisten, asimismo, *instituciones y mercados* cuyo funcionamiento difiere, sensiblemente, de la línea liberal y de corte occidental que persigue la reforma.

Estos rasgos diferenciadores podrían concretarse en los siguientes puntos:

- *Ausencia de una Banca nacional especializada.* Desaparecida la norma legal que propugnaba la especialización, se ha visto que falta vo-

cación de Banca industrial o de negocios (Merchant Bank) o que, quienes la tienen, carecen de posibilidades de acceder a la profesión.

- *Escaso peso de la Banca extranjera.* Como consecuencia de su reciente implantación (1979) y de las limitaciones legales a su funcionamiento. Sin embargo, la autorización de la Banca extranjera ha sido uno de los aspectos más positivos de la reforma y, por su iniciativa, se han desarrollado el mercado bursátil de efectos y los créditos sindicados a interés variable en pesetas (MIBOR).
- *Persistencia de circuitos privilegiados de financiación.* Lo que supone una distorsión en la asignación de recursos, un encarecimiento del crédito libre y una desigualdad entre las distintas Entidades Crediticias, cuyos Coeficientes Legales (en % sobre sus depósitos) actuales y futuros son:

Entidades	Inversión obligatoria		Financiación a largo plazo	
	12/81	5/84	12/81	5/84
— Cajas de Ahorros	45	35	2,75	10
— Banca comercial	21	21	3,45	7
— Banca industrial	18	18	3,45	7

- Poca adaptación al mercado por la Banca Oficial. Se sigue financiando, fundamentalmente, por la vía de coeficientes obligatorios, ya que no puede considerarse significativa su captación de recursos en el mercado a tipos libres. Más importantes han sido los empréstitos colocados en el mercado internacional.
- *Escasa eficacia del mercado de capitales y de la Bolsa en particular.* Ya se ha comentado su relativo peso en la financiación de las empresas y la excesiva influencia de la Banca en el funcionamiento del mercado bursátil. Las numerosas reformas introducidas no parece que vayan a resolver los problemas fundamentales de:
 - Creación de un verdadero mercado secundario de renta fija.
 - Unicidad en la fijación de las cotizaciones.
 - Desarrollo del mercado (lo que no es posible mientras, en los Agentes, prive el carácter de fedatario público sobre el de intermediarios).
- *Mercado monetario limitado a las Instituciones Financieras.* Supongo que transitoriamente pues, en caso contrario, carecería de sentido el fomento de las S.M.M.D.

Por todo ello, cabe esperar, en un futuro a medio plazo, un mayor grado de diversificación, que debería propiciar la incorporación al mercado de nuevos intermediarios financieros y otorgar más posibilidades a quienes sean capaces de adaptarse a esa situación. En este horizonte, las Entidades de Seguros deben plantear su estrategia y, en particular, analizar sus posibilidades de actuación en el Mercado Hipotecario y en el de Inversión Colectiva (especialmente vía Fondos de Pensiones) de próxima regulación.

3. PERSPECTIVAS EN EL CAMPO DE LAS INVERSIONES

Vamos a analizar, someramente, los activos financieros en que se materializa la mayor parte de la inversión del Sector Asegurador y comentar su previsible comportamiento, por lo que debemos pronunciarnos, previamente, sobre el precio esperado del dinero, dada la influencia que ejerce en los diferentes mercados.

Sobre el particular, la opinión más generalizada es que los tipos de interés, activos y pasivos, se mantendrán en los niveles actuales, pues los posibles factores que favorecerían su tendencia a la baja, como son:

- las menores tensiones en los mercados financieros exteriores;
- la reducción de la inflación;

se verán contrarrestados por:

- una mayor demanda de inversión por parte del Sector Privado (el objetivo de crecimiento del P.I.B. se sitúa entre el 2,5% y el 3%, en términos reales, frente al 0,1% ó 0,5% registrado en 1981);
- el creciente volumen del déficit del Sector Público;
- la elevación de la retención en la fuente y del Impuesto de Sociedades a satisfacer por las Cajas de Ahorro.

3.1. INVERSION A CORTO PLAZO

Pagarés del Tesoro (Deuda a corto plazo).

La Ley de Presupuestos Generales del Estado autoriza la emisión de 120.000 millones de ptas. que, previsiblemente, se colocarán entre Instituciones Financieras por el sistema de subasta.

En estos momentos no es posible predecir cuál pueda ser el comportamiento del mercado, pero parece probable un pacto de aseguramiento, por la Banca, a un rendimiento relativamente bajo, entre 12 y 13%, para evitar su ampliación a particulares.

En tal supuesto, pienso que las Entidades de Seguros no invertirán en Pagarés del Tesoro.

Bonos del Tesoro.

Se estima en 750.000 millones de ptas. la posible apelación del Tesoro al Banco de España, por la vía del mercado monetario, por lo que cabe esperar un comportamiento similar al del pasado año, en el que, los tipos medios decenales, oscilaron entre el 13,3% y el 17,2% (para plazos de tres meses).

Actualmente, cabe operar en el mercado secundario (a tipos ligeramente superiores a los del primario en igualdad de plazo) lo que permite una verdadera gestión de tesorería. Para ello es necesario inscribirse en el Servicio Telefónico del Banco de España (ver Circular n.º 32 de 20/10/81).

Mercado de efectos.

En 1981 se contrataron, en las Bolsas españolas, Letras de cambio por importe de 61.590 millones de ptas., con un rendimiento en torno al 13% anual anticipado, lo que supone una rentabilidad financiera del 14,94% para un período de 12 meses.

Al margen de Bolsa la rentabilidad fue superior, en un 2% aproximadamente, pero se registra una creciente canalización hacia Bolsa, que, de proseguir, convertirá en marginal al mercado extrabursátil.

Actualmente, los rendimientos en Bolsa son algo inferiores a los de 1981 (alrededor del 12% anual anticipado), pero no parece que el comportamiento del mercado vaya a ser muy distinto del registrado en el año anterior.

Renta Variable.

No se observan condiciones objetivas que permitan esperar una firme reactivación de la Bolsa, por lo que, la política de inversiones, debería basarse en operaciones a corto, materializando plusvalías.

3.2. INVERSION A MEDIO Y LARGO PLAZO

Deuda Pública del Estado.

En 1981 se emitieron 100.500 millones de ptas. al 12,75% y 12,5%.

Para 1982 está prevista la emisión de 127.000 millones de ptas., que no creo sean fácilmente absorbibles por el mercado.

Por ello y por la menor desgravación en el Impuesto sobre la Renta (del 22 al 15%) y la elevación al 16% de la retención en la fuente, cabe esperar una ligera subida del tipo de emisión.

Deuda Pública de Comunidades Autónomas.

Se desconoce el grado de aceptación, por parte de los inversores privados, de las recientes emisiones del País Vasco y Cataluña, lo que condicionará sus posibilidades futuras de apelación al mercado.

Corporaciones Locales.

Mercado marginal, para la Entidades Aseguradoras, a pesar de que Villa de Madrid es apta para la cobertura del primer 30% de las Reservas Técnicas.

Entidades Oficiales de Crédito.

Se emitirán con un pequeño diferencial sobre la Deuda Pública. Son aptas para el segundo 30%.

Obligaciones de empresas privadas.

El Sector Eléctrico absorbe la mayor parte del mercado, a tipos del 14,25% de interés bruto (neto del 14,08% por estar sujetos al régimen transitorio previsto en la Ley 61/1978 del Impuesto sobre Sociedades) y vida media de 6,5 años.

Otros emisores, que no gozan de beneficios fiscales, emitieron a tipos del 15,88% e incluso del 16,47% que, con la retención a cuenta del 15%, suponían un rendimiento neto del 13,5% y 14%, respectivamente.

Las previsiones para 1982 apuntan a un mantenimiento de los tipos de interés (o ligera alza) como consecuencia de:

- la competencia del Sector Público;
- la elevación de la retención en la fuente y del Impuesto de Sociedades de las Cajas de Ahorro.

La inversión en acciones eléctricas es asimilable, desde un punto de vista financiero, a la inversión en renta fija, aunque reviste mayores incertidumbres, como consecuencia de:

- una posible nacionalización;
- la dificultad creciente del Sector para mantener el porcentaje de dividendos.

Bonos y C. D. Bancarios.

Como consecuencia de los elevados rendimientos de los Bonos del Tesoro, ha pasado a ser un mercado marginal en el que, no obstante, se pueden obtener elevadas rentabilidades suscribiendo por debajo de la par o con cupón corrido.

Mercado inmobiliario.

No es previsible una modificación de la coyuntura de crisis de demanda iniciada en 1978, por lo que parece lógico que la inversión se oriente hacia:

- inmuebles para oficinas propias (considerando no obstante la alternativa de alquiler);
- compra de inmuebles para oficinas, ocupados y con elevada rentabilidad por alquileres.

Inversión en el extranjero.

Aunque no se trata, estrictamente, de un producto, sino de mercados, lo consideramos como una alternativa de inversión.

De acuerdo con la actual regulación, las *Entidades de Seguros* pueden adquirir cualquier valor, cotizado en Bolsas extranjeras, hasta el *límite del 10% del incremento de sus recursos propios* (R. D. de 14/10/79) y los *Fondos y Sociedades de Inversión Inmobiliaria*, hasta el *límite del 20% de su patrimonio neto*, si son de cotización calificada (O. M. de 10/12/79).

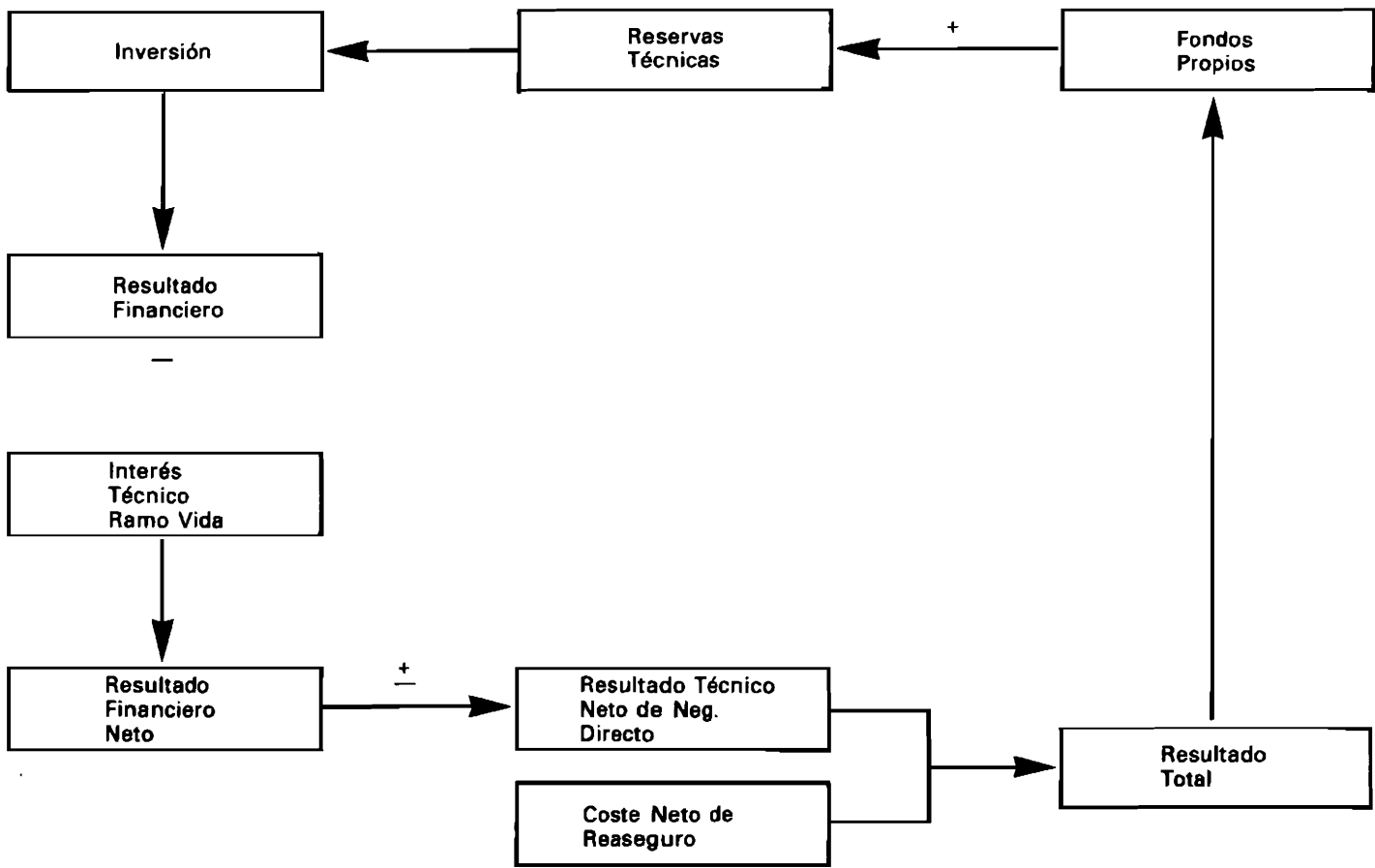
Considero que la inversión en renta fija ofrece elevados rendimientos y la posibilidad de beneficios de cambio.

4. ASPECTOS A DESTACAR

Entre otros, cabe citar:

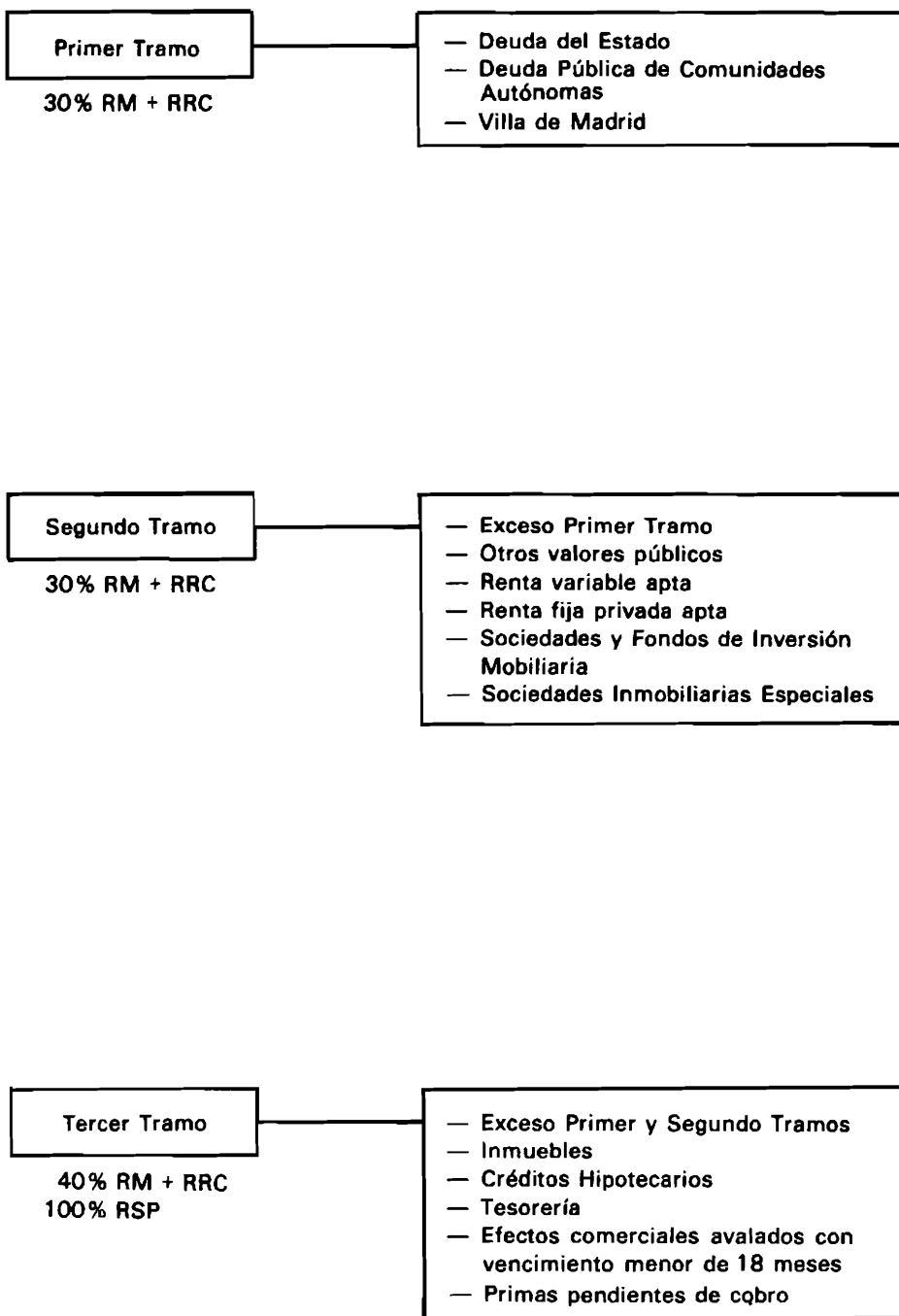
- El carácter de INVERSOR INSTITUCIONAL del Sector Seguros, como consecuencia de la transformación de plazo ligada a su propia actividad.
- Que la función financiera del Seguro se lleva a cabo, fundamentalmente, a través de la inversión de las Reservas Técnicas.
- El desarrollo económico-social trae consigo un deterioro de los resultados técnicos, por lo que el aspecto financiero se constituye de forma creciente en factor crítico de rentabilidad.
- La diversificación del Sistema Financiero otorgará crecientes posibilidades que, en el caso del Sector Asegurador, deberían concretarse, especialmente, en el Mercado Hipotecario y en el desarrollo de los Fondos de Pensiones.
- Que el mercado monetario ofrecerá, previsiblemente, elevadas rentabilidades, para aprovechar las cuales será precisa una eficaz gestión de tesorería.
- La conveniencia de diversificar la inversión a medio y largo plazo —que es la más adecuada a las características del Sector— y la necesidad de un seguimiento cada vez más atento del mercado, pues la correcta valoración de la realidad cambiante y una rápida adaptación a la nueva situación son factores clave para una adecuada política de inversiones.

ESQUEMA DEL NEGOCIO ASEGURADOR/FINANCIERO



PERSPECTIVAS EN EL CAMPO DE LAS INVERSIONES EN EL SEGURO DE VIDA

INVERSION DE LAS RESERVAS TECNICAS



ANEXO 3

Evolución de la Inversión de las Reservas Técnicas

AÑOS	Total reservas técnicas a cubrir (En millones de Ptas.)	Total bienes de inversión (En millones de Ptas.)	DISTRIBUCION DE LA INVERSION					
			Caja %	Bancos %	Val. Mobil. %	Inmuebles %	Hipotecas %	Otros %
1970	33.411	25.856	1,12	20,84	53,55	19,75	0,12	4,62
1971	38.621	41.309	0,70	20,22	54,90	19,59	0,07	4,52
1972	46.254	53.918	0,64	18,98	58,00	18,67	0,04	3,67
1973	55.699	63.955	0,55	19,15	57,01	17,93	0,03	4,33
1974	66.407	75.520	0,67	20,69	54,18	19,75	0,15	4,56
1975	80.576	94.703	0,68	20,56	51,09	23,28	0,22	4,17
1976	95.896	107.550	0,60	20,89	50,24	23,69	0,19	4,39
1977	118.840	130.901	0,60	21,61	50,79	22,26	0,18	4,56
1978	144.861	156.747	0,57	20,48	48,24	24,72	0,16	5,83
1979	178.126	186.646	0,47	23,57	42,96	26,83	0,02	6,15

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Dirección General de Seguros.
Anexo a la Memoria Estadística 1979.

ANEXO 4
 Rentabilidad de la inversión
 (En millones de pesetas)

	1976	1977	1978	1979
Importe invertido				
— Bancos	22.686	28.518	35.070	44.461
— Efectos comerciales	—	—	2.345	2.834
— Valores mobiliarios	60.926	71.298	83.575	96.747
— Inmuebles	41.568	46.343	56.112	85.819
— Préstamos	578	808	1.022	936
— Anticipos s/pólizas	1.563	921	1.030	1.131
TOTAL	127.321	147.888	179.154	231.928
Inversión media	—	137.604	163.521	205.541
Rendimiento inversión				
— Producto de los fondos invertidos:				
— Vida	—	2.286	3.168	4.136
— Resto ramos	—	3.406	4.913	7.257
TOTAL	5.692	8.081	11.393	
Porcentaje s/inversión media	—	4,14	4,94	5,54
— Beneficios o quebrantos por realizaciones y cambios:				
— Valores	—	— 862	— 1.036	— 1.168
— Inmuebles	—	749	728	778
— Otras inversiones y cambios ..	—	218	65	— 43
TOTAL	105	— 243	— 433	
Porcentaje s/inversión media	—	4,07	— 0,14	— 0,21

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Dirección General de Seguros. *Memoria estadística 1979* (elaboración propia).

ANEXO 5

*Influencia de la fiscalidad en el cobro efectivo
y rendimiento después de impuestos*

SUPUESTO: EMISION DE OBLIGACIONES AL 14,25% ANUAL

A) Entidades que pagan impuestos al 33%	(1)	(2)	(3)
a) Base imponible	14,25	14,25	14,25
b) Impuesto a cuenta	2,28	0,17	2,28
c) COBRO EFECTIVO	11,97	14,08	11,97
d) Cuota íntegra	4,70	4,70	4,70
e) Cuota a pagar	2,42	4,53	(2,05)

RENDIMIENTOS DESPUES DE

IMPUESTOS (c-e)	9,55	9,55	14,02
-----------------------	------	------	-------

B) Entidades que pagan impuestos al 22%

a) Base imponible	14,25	14,25	14,25
b) Impuesto a cuenta	2,28	0,17	2,28
c) COBRO EFECTIVO	11,97	14,08	11,97
d) Cuota íntegra	3,13	3,13	3,13
e) Cuota a pagar	0,85	2,96	(2,12)

RENDIMIENTO DESPUES DE

IMPUESTOS (c-e)	11,12	11,12	14,09
-----------------------	-------	-------	-------

ANEXO 6

Financiación externa de la empresas españolas

Fuentes de financiación	Evolución del porcentaje				
	1970	1976	1977	1980	8/1981
Sector crediticio	65,1	81,4	83,2	79,1	73,1
Mercado exterior				10,6	14,9
Bolsa	34,9	18,6	16,8	10,3	12,0

FUENTE: Instituto de Analistas de Inversiones (hasta 1977). Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid (elaboración propia).

- (1) Régimen General del Impuesto de Sociedades. Ley 61/1978.
- (2) Emisiones acogidas a la Disposición Transitoria 3.^a del Impuesto sobre Sociedades (rendimiento para Sociedades de Seguros, Ahorro y Entidades de Crédito).
- (3) Empréstitos para inversiones reales que gocen de la bonificación del 95 por 100, sobre sus propios rendimientos en el Impuesto sobre Sociedades, artículo 25, c).

Estado: emisiones de deudas negociables

mm.

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
Emisiones brutas	5,0	24,0	16,0	—	1,7	—	—	20,0	40,0	70,0	79,8
Deudas computables para la banca	5,0	4,0	—	—	1,7	—	—	—	—	—	—
Deudas no computables para la banca	—	20,0	16,0	—	—	—	—	20,0	40,0	70,0	79,8
Amortizaciones	-6,8	-6,6	-4,5	-5,7	-7,5	-7,5	-7,4	-7,6	-7,6	-7,6	-12,1
Deudas computables para la banca	-5,9	-5,6	-2,5	-2,6	-4,3	-2,8	-2,6	-2,7	-2,8	-2,8	-7,3
Deudas no computables para la banca	—	—	-1,0	-2,0	-2,0	-3,6	-3,6	-3,6	-3,6	-3,6	-3,6
Deudas asumidas por el Estado	-0,9	-1,0	-1,0	-1,1	-1,2	-1,1	-1,2	-1,3	-1,2	-1,2	-1,2
Em. netas = Colocaciones	-1,8	17,4	11,5	-5,7	-5,8	-7,5	-7,4	12,4	32,4	62,4	67,7
Administraciones públicas (Seguridad Social)	0,6	1,0	1,6	-2,6	-2,6	-1,0	3,4	-1,1	0,1	-1,0	-0,6
Sistema crediticio (a)	-0,9	-13,2	-6,6	5,1	4,9	8,2	4,2	1,9	—	-15,1	6,7
Banco de España	—	0,3	1,2	-0,5	—	—	-0,1	-0,7	-1,5	-0,6	—
Sistema bancario	-0,9	-13,5	-7,8	5,6	4,4	8,2	4,2	1,8	0,7	-13,6	7,3
<i>Banca</i>	-2,6	-4,9	1,6	1,2	1,6	3,6	1,9	0,2	0,2	-3,0 (c)	5,1 (c)
<i>Cajas de Ahorros (b)</i>	1,7	-8,6	-9,4	4,4	2,8	4,6	2,3	1,6	0,5	-10,6	2,2
Cooperativas	-0,1	0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,5	-0,6	-0,1	-0,4	2,0	-3,2
Otros	2,2	-5,3	-6,3	3,3	3,6	0,8	0,4	-13,1	-32,1	-48,3	-70,6
Compañías de seguros	0,2	-1,2	-3,1	-0,4	-1,5	-1,9	-0,2	-7,0	-8,8	-8,8	...
Resto	2,0	-4,1	-3,2	3,7	5,1	2,7	0,6	-6,1	-23,3	-39,5	...

(a) Los datos de los años 1970 a 1974 son valores nominales.

(b) En los años 1970 a 1972 sólo se recogen las Cajas Confederadas.

(c) Estimación.

Sistema crediticio: emisiones de cédulas de EOC

mm.

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
Emisiones autorizadas	—	—	—	—	—	—	8,0	8,0	5,0	17,0	27,0
Emisiones colocadas	—	—	—	—	—	—	4,9	10,1	4,9	17,7	18,7
Banco Hipotecario	—	—	—	—	—	—	4,9	10,1	4,9	8,2	5,3
Banco de Crédito Agrícola	—	—	—	—	—	—	—	—	—	3,5	1,3
Banco de Crédito a la Construcción—	—	—	—	—	—	—	—	6,0	5,0	—	—
Banco de Crédito Industrial	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	2,1
Instituto de Crédito Oficial	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	2,1
Amortizaciones	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,6	-0,9	-1,1	-1,5
Em. netas = Colocaciones	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	4,4	9,5	4,0	16,6	17,2
Sistema crediticio (a)	-0,5	-0,8	-0,6	0,2	-1,1	-2,7	-5,3	(9,9	-0,6	-3,2	-1,0
Banco de España	—	—	—	—	—	—	0,1	0,1	—	—	—
Banca	-0,9	-0,5	0,2	-0,4	-0,2	-0,2	0,1	-0,9	-0,1	0,1	—
Cajas de Ahorro (b)	0,4	-0,3	-0,8	0,6	-0,9	-2,5	-5,5	-9,1	-0,6	-3,3	-1,0
Cooperativas	—	—	—	—	—	—	—	—	-0,3	-3,5	-1,3
Otros	0,9	1,2	1,0	0,2	1,5	3,1	0,9	0,4	-3,1	(9,9	-14,9
Compañías seguros	0,1	-0,1	0,2	0,1	—	—	—	—	-0,2	-0,2	...
Resto	0,8	1,3	0,8	0,1	1,5	3,1	0,9	0,4	-2,9	-9,7	...

(a) Los datos de los años 1970 a 1974, en pesetas nominales.

(b) Los datos de los años 1970 a 1973 se refieren sólo a las Cajas Confederadas.

INFORME ANUAL. Banco de España, 1980.

ANEXO 9

Corporaciones locales: emisiones de deudas

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
Emisiones autorizadas											
Emisiones colocadas (a)	0,1	—	—	2,5	1,2	3,2	6,8	7,8	7,4	9,1	22,1
Ayuntamientos	0,1	—	—	2,5	1,2	3,2	6,8	7,8	5,2	8,3	15,6
Diputaciones	—	—	—	2,5	1,2	2,4	4,3	3,8	5,2	4,8	10,8
	0,1	—	—	—	—	0,8	2,5	4,0	—	3,5	4,8
Amortizaciones	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Ayuntamientos	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4	-0,6	-0,9	-1,5
Diputaciones	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,5	-0,7	-1,3
	—	—	—	—	—	—	—	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
Em. netas = Colocaciones	—	-0,1	-0,1	2,4	1,1	3,0	6,5	7,4	4,6	7,4	14,1
Ayuntamientos	-0,1	-0,1	-0,1	2,4	1,1	2,2	4,0	3,5	4,7	4,1	9,5
Diputaciones	0,1	—	—	—	—	0,8	2,5	3,9	-0,1	3,3	4,6
Sistema crediticio (b)	0,1	0,1	-2,4	-1,1	-3,5	-5,7	-4,2	-4,7	-10,0	-12,6	—
Banco de España	—	-0,2	—	0,1	—	—	—	—	-0,1	-0,1	—
Banca	...	...	...	...	...	...	...	...	—	(c)	—
Cajas de Ahorros	...	...	...	...	...	-3,5	-5,7	-4,2	-4,6	-9,9	-12,6
Otros	—	—	—	—	—	0,5	-0,8	-3,2	01	2,6	-1,5
Compañías de seguros	—	—	—	—	—	...	—	—	0,2	—	...
Resto (a)	—	—	—	—	—	...	-0,8	-3,2	-0,1	2,6	-1,5

(a) Las emisiones de las que se desconoce el momento de su colocación se han supuesto colocadas en el mismo año de su lanzamiento. Los datos relativos a compras por el "Resto", es decir, las no suscritas por el sistema crediticio y las compañías de seguros en los años 1977 y 1979 (-3,2 y 2,6) reflejan, sin duda, las deficiencias de información del momento de las colocaciones.

(b) Para los años 1970 a 1974 se supone que las emisiones fueron suscritas íntegramente por el sistema crediticio.

ANEXO 10

Sector privado: variaciones de sus pasivos
Emisiones de obligaciones del INI

mm.

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
Emisiones brutas	12,9	8,4	17,3	12,7	14,6	16,8	16,1	22,0	24,9	26,5	28,1
Amortizaciones	- 1,1	-1,4	- 2,0	- 2,6	- 2,7	- 2,9	- 3,4	- 4,0	- 5,1	- 5,9	- 6,9
Em. netas = Colocaciones	11,8	7,0	15,3	10,1	11,9	13,9	12,7	18,0	19,8	20,6	21,2
Administraciones públicas (Seguridad Social)	- 0,8	0,1	-	3,9	0,6	9,0	10,3	0,1	-	-	-
Sistema crediticio	-11,5	-8,5	-15,0	-14,0	-12,6	-22,8	-23,1	-18,0	-19,8	-20,6	-21,3
Banco de España	-	-	-	-	-16,3	- 7,5	- 9,2	-28,7	-11,0	2,0	3,5
Banca	- 0,2	- 0,3	-	0,1	-	-	-	0,1	-	-	-
Cajas de Ahorros	-11,3	- 8,2	-15,0	-14,1	3,7	-15,3	-13,9	10,6	- 8,8	-22,6	24,8
Otros	0,5	1,4	- 0,3	-	0,1	- 0,1	0,1	- 0,1	-	-	0,1
Compañías de seguros	- 0,1	-0,1	-	0,1	-	- 0,1	0,1	-	-	-	-
Resto	0,6	1,5	- 0,3	- 0,1	0,1	-	-	- 0,1	-	-	0,1

INFORME ANUAL. Banco de España, 1980.

ANEXO 11

Sector privado: variaciones de sus pasivos
Emisiones de renta fija

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
Emisiones autorizadas	44,0	40,8	48,7	64,7	75,7	100,6	137,9	150,4	120,0	118,0	152,2
Eléctricas	19,1	15,2	17,9	17,4	23,7	28,2	38,0	54,5	72,5	81,8	106,0
Telefónica	8,0	9,5	11,5	13,0	16,0	20,0	22,0	15,0	22,0	22,5	28,0
Resto	16,9	16,1	19,3	34,3	36,0	52,4	77,9	80,9	25,5	13,7	18,2
Emisiones colocadas	43,9	40,7	48,7	64,7	61,8	93,7	127,7	138,6	112,5	123,4	155,3
Amortizaciones (a)	-14,5	- 3,9	-13,1	- 6,1	- 4,3	-15,3	-17,7	- 23,1	-33,8	-42,7	-61,6
Em. netas= Colocaciones	29,4	36,8	35,6	58,6	57,5	78,4	110,0	115,5	78,7	80,7	93,7
Sistema crediticio (b)	-22,0	-31,0	-29,7	-44,1	-51,9	-75,2	-95,4	-110,4	-75,1	-71,4	-76,3
Banca Privada	- 0,1	- 0,7	- 0,7	0,1	- 0,2	- 1,4	- 4,6	- 7,8	- 7,4	(b) 3,0	(b) -1,7
Cajas de ahorros	-21,9	-30,3	-29,0	-44,2	-51,7	-73,8	-90,8	-102,6	-67,7	-74,4	-74,6
Cooperativas	—	- 1,6	- 1,1	0,6	0,3	3,0	—	—	- 3,1	- 3,2	0,6
Otros	- 7,4	- 4,2	- 4,8	-15,1	- 5,9	- 6,2	-14,6	- 5,1	- 0,5	- 6,1	-18,0
Compañías de Seguros	- 0,7	- 0,2	—	- 0,1	0,1	- 0,5	- 0,9	- 1,2	- 0,8	- 5,3	...
Resto	- 6,7	- 4,0	- 4,8	-15,8	- 6,0	- 5,7	-13,7	- 3,9	0,3	- 0,8	...

(a) Estimación.

(b) Años 1970 a 1974, valores nominales.

*Sector privado: emisiones de sus pasivos
Emisiones de renta variable*

mm.

	1970	1971		1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	
Emisiones con aportación de fondos	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Eléctricas	—	—	23,1	22,9	19,1	25,8	41,3	21,5	36,7	13,0	26,1
Telefónica	—	—	11,9	14,3	17,1	20,5	10,3	10,1	13,9	21,4	—
Empresas industriales	—	—	18,9	22,6	27,0	30,3	21,9	17,0	23,8	60,3	52,1
Construcción	—	—	4,2	7,5	11,0	8,6	5,0	2,8	3,3	2,0	2,1
Otros servicios financieros	—	—	3,2	7,6	6,4	7,6	5,9	12,4	7,6	5,9	5,0
Resto (a)	—	—	11,4	13,4	12,4	13,1	12,6	9,1	7,6	5,8	14,9
Emisiones= colocaciones	56,6	60,6	72,7	88,3	93,0	105,9	97,0	72,9	92,9	98,4	100,2
Administraciones públicas	— 4,3	— 7,8	— 4,2	— 2,3	— 6,9	— 5,4	— 5,8	— 9,8	—11,5	—11,2	— 4,0
Estado	— 4,3	— 7,8	— 4,2	— 2,3	— 6,6	— 5,0	— 5,8	— 8,6	—10,6	— 9,4	— 4,0
Seguridad Social	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Organismos administrativos	—	—	—	—	— 0,3	— 0,4	—	— 1,2	— 0,9	— 1,8	...
Sistema crediticio (b)	—13,7	—14,8	—17,7	—34,3	—30,2	—51,1	—45,2	—23,3	—52,9	—33,0	—10,6
Banca	— 9,1	— 7,1	—10,5	—25,6	—22,9	—37,1	—34,6	—22,6	—49,4	—29,7(c)	—10,1(c)
Cajas de ahorros	— 4,6	— 7,7	— 7,2	— 8,7	— 7,3	—14,0	—10,6	— 0,7	— 3,5	— 3,3	— 0,5
Cooperativas	— 0,4	— 0,2	— 0,5	— 0,5	— 1,1	1,7	— 0,5	— 1,1	1,4	— 1,0	— 0,1
Otros	—38,2	—37,2	—50,3	—51,2	—54,8	—51,1	—45,5	—38,7	—29,9	—53,2	—85,5
Compañías de seguros	— 0,7	— 1,3	— 2,1	— 2,1	— 2,5	— 9,9	3,6	— 2,4	0,4	— 6,7	...
Resto (d)	—37,5	—36,5	—48,2	—49,1	—52,3	—41,2	—49,1	—36,3	—30,3	—46,5	...

(a) Excluidas las emisiones de las compañías de Seguros y Sociedades de Cartera.

(b) Las cifras de los años 1978, 79 y 80 están corregidas por los datos de saneamiento de cartera de banca y cajas de ahorro. Se ha imputado en su totalidad por falta de datos a la cartera de renta variable. Véase cuadro 1.62.

(c) Estimación.

(d) Incluye parte de las compras de acciones efectuadas por el sector exterior de acuerdo con la nota (a) del cuadro 1.70.

INFORME ANUAL. Banco de España, 1980.

Con aportación de efectivo	...	...	...	7,9	7,3	5,5	3,4	1,2	3,1	0,8	2,4
Con aportación de bonos	...	...	...	—	4,1	2,9	2,2	0,9	1,0	0,1	—
Con aportación de acciones no bancarias	...	...	...	0,1	0,1	0,5	0,2	0,3	—	—	—
Con aportación de acciones bancarias	...	...	...	—	—	11,3	3,0	2,3	—	—	—
Por absorciones	...	...	...	—	—	—	—	—	2,8	—	0,5
Acciones con aportación de fondos (c)=Colocaciones	8,4	9,9	17,5	34,5	44,0	57,2	49,7	24,2	29,5	21,7	45,7
Sistema crediticio (d)	-0,4	-0,5	-0,4	-1,7	-1,6	-12,5	-11,3	-1,2	-12,9	-0,4	-10,3
Banco de España (e)	-0,2	0,5	—	—	—	—	-0,4	-0,1	—	—	—
Banca	-0,1	-0,9	-0,1	-1,4	-1,0	-10,1	-10,4	-2,8	-11,2	-2,1	-10,8
Cajas de Ahorro	-0,1	-0,1	-0,3	-0,3	-0,6	-2,4	-0,5	1,7	-1,7	1,7	0,5
Otros	-8,0	-9,4	-17,1	-32,8	-42,4	-44,7	-38,4	-23,0	-16,6	-21,3	-35,4
Compañías de seguros	-0,1	-0,1	-0,1	-1,0	-1,1	-0,8	-0,5	0,5	-0,2	0,3	...
Resto	-7,9	-9,3	-17,0	-31,8	-41,3	-43,9	-37,9	-23,5	-16,4	-21,6	...

(a) Emisiones con aportación de efectivo de bancos nacionales.

(b) Aportaciones de capital en efectivo de bancos extranjeros.

(c) Incluye las ampliaciones con aportación de fondos más los incrementos de las reservas por prima de emisión.

(d) Los datos de los años 1970 a 1974 son valores nominales.

(e) Los datos de los años 1976 y 1977 son valores nominales.

INFORME ANUAL. Banco de España, 1980.

ANEXO 14

Volúmenes mensuales de contratación en las bolsas españolas

(En millones nominales)

MESES	1980				1982			
	Renta fija pública	Renta fija privada	Renta variable	Total	Renta fija pública	Renta fija privada	Renta variable	Total
Enero	884	3.938	6.522	11.344	1.280	2.332	8.197	11.809
Febrero	559	3.552	6.715	10.826	2.355	2.874	9.180	14.409
Marzo	723	2.499	4.621	7.843	931	3.356	8.210	12.497
Abril	862	1.842	4.113	6.817	1.077	2.934	8.705	12.716
Mayo	716	2.468	6.109	9.293	1.066	2.509	10.245	13.820
Junio	963	3.447	6.249	10.659	949	2.821	18.696	22.466
Julio	1.469	2.375	5.948	9.792	893	3.548	12.761	17.202
Agosto	479	2.711	4.936	8.126	1.401	1.874	12.445	15.720
Septiembre	1.809	2.592	5.863	10.264	903	2.857	14.993	18.753
Octubre	3.495	4.804	8.158	16.457	1.036	7.044	15.587	23.667
Noviembre	1.984	3.274	7.786	13.044	1.637	4.076	12.495	18.208
Diciembre	2.141	4.139	12.843	19.123	1.404	7.146	18.992	27.542
TOTAL	16.084	37.641	79.863	133.588	14.932	43.371	150.506	208.809
PORCENTAJE	12,04	28,18	59,78	100	7,15	20,77	72,08	100

FUENTE: La Bolsa en 1981. BANCO UNION.

Tipo Subasta	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre	Noviembre	Diciembre	Total
15	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	96,00	—	96,00
14-5/8	—	—	—	0,25	—	—	—	—	—	—	—	—	-0,25
14-4/8	—	—	—	—	—	1,50	—	—	—	—	-5,00	—	6,50
14-2/8	—	—	—	—	—	1,00	—	—	—	2,00	—	1,25	4,25
14-1/8	—	—	—	0,25	—	1,00	—	—	1,00	—	—	—	2,25
14	—	—	—	4,00	—	10,25	1,00	—	2,20	1,00	40,25	23,25	81,95
13-7/8	1,50	—	—	6,50	—	74,50	—	—	1,25	2,00	22,00	1,00	108,75
13-6/8	—	7,00	—	12,25	—	33,00	—	1,00	0,25	—	14,00	—	57,75
13-5/8	238,50	2,00	0,50	—	—	—	—	—	10,00	66,00	9,00	92,00	418,00
13-4/8	3.442,55	491,40	0,50	360,50	167,50	710,50	4,00	6,50	19,25	3,25	3,25	181,50	5.390,70
13-3/8	278,00	985,00	—	373,50	51,00	303,50	1,00	5,00	9,75	97,00	10,75	51,00	2.165,50
13-2/8	593,00	1.817,00	299,50	552,00	202,25	275,35	17,50	52,50	236,25	214,00	113,00	617,75	4.990,10
13-1/8	4,00	1.100,50	400,75	292,75	150,00	1.144,40	20,75	52,50	132,75	471,50	317,25	437,00	4.524,15
13	226,00	728,25	895,00	947,75	1.011,75	951,00	1.308,75	680,75	311,25	535,50	1.205,50	1.457,50	10.258,50
12-7/8	18,00	15,50	516,00	128,75	994,00	195,75	2.000,50	257,75	985,75	430,50	1.021,00	278,256	6.841,75
12-6/8	12,00	0,50	779,50	644,50	1.214,75	790,25	1.798,25	426,00	581,25	161,00	130,00	191,04	6.729,04
12-5/8	—	2,00	289,25	27,50	44,00	26,50	654,50	970,75	852,50	1.766,00	343,50	3,00	4.979,50
12-4/8	—	—	440,75	360,75	192,25	405,25	736,75	862,50	769,50	1.101,75	1.420,50	1.609,75	7.899,75
12-3/8	—	—	44,25	0,75	243,50	3,25	84,00	69,00	15,50	84,00	329,25	1.431,00	2.304,50
12-2/8	—	4,00	168,50	2,50	223,00	10,25	260,00	70,50	85,50	863,25	722,25	509,02	2.918,77
12-1/8	—	—	71,75	2,00	86,00	226,00	19,00	32,00	12,00	—	0,50	—	449,25
12	—	2,25	15,75	2,00	6,50	2,00	21,25	110,00	89,00	73,00	10,75	19,25	351,75
11-7/8	—	—	0,25	3,25	4,25	—	14,00	6,50	0,75	—	1,50	—	30,50
11-6/8	—	—	2,25	0,75	6,75	33,00	—	—	—	2,50	1,00	—	46,25
11-5/8	—	—	—	—	—	—	22,00	—	—	0,50	—	—	22,50
11-4/8	—	—	—	—	1,00	—	448,75	—	—	0,50	6,00	—	456,25
11-3/8	—	—	—	—	—	—	6,00	0,25	—	0,50	—	—	6,75
11-1/8	—	—	—	—	—	—	—	64,00	—	—	0,50	—	64,50
11	—	—	—	—	151,00	4,25	1,75	115,50	2,00	—	0,50	6,50	281,50
10-7/8	—	—	—	—	—	—	11,00	—	—	—	0,50	—	11,50
10-5/8	—	—	—	—	—	—	21,00	—	—	—	—	—	21,00
10-4/8	—	—	—	—	0,25	—	—	0,25	—	—	1,00	—	1,50
10	—	—	—	—	—	—	—	0,25	—	—	—	0,50	0,75
9-4/8	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	0,50	0,50
Total me	4.813,55	5.155,40	3.924,50	3.722,50	4.749,75	5.202,50	7.451,75	3.783,00	4.117,70	5.971,75	5.728,75	6.968,81	61.589,96
Acumul.	4.813,55	9.968,95	13.893,45	17.615,95	22.365,70	27.568,20	35.019,95	38.802,95	42.920,65	48.892,40	54.621,15	61.589,96	—

FUENTE: La Bolsa en 1981. Banco Unión.