

# 17

## La gestió de les inversions en el sector assegurador

Selecció d'actius i principals indicadors econòmics

Estudi realitzat per: Ferran Camprubí i Baiges  
Tutor: Àlex Zanfaño Martín

Tesi del Màster en Direcció d'Entitats  
Asseguradores i Financeres  
Curs 2010/2011

Esta publicación ha sido posible gracias al patrocinio de



Esta tesis es propiedad del autor. No está permitida la reproducción total o parcial de este documento sin mencionar su fuente. El contenido de este documento es de exclusiva responsabilidad del autor, quien declara que no ha incurrido en plagio y que la totalidad de referencias a otros autores han sido expresadas en el texto.

## Presentació

Aquesta tesi la dedico als meus pares, als meus germans i al Lluís.

Pel que fa als agraïments, vull mencionar en Francesc Gómez, per la seva confiança, i a Àlex Zanfaño, per la seva col·laboració. Igualment, també vull fer esment als meus companys de promoció, amb els quals he passat bones estones.

La realització d'aquest estudi m'ha permès aprofundir en els meus coneixements tècnics, tant pel que fa al món assegurador, com financer. De la mateixa manera, la recerca de dades m'ha ajudat a descobrir fonts d'informació que desconeixia.





## Resum

La indústria asseguradora està íntimament relacionada amb el mercat de capitals. És una manifestació més de la multitud d'interconnexions que hi ha en una economia globalitzada, on els coneixements transversals són una eina ben preuada. Aquesta tesi realitza un recorregut panoràmic per diverses àrees d'interès, i pretén ser un instrument de formació per qualsevol professional que s'endinsi en l'apassionant món de les finances de les companyies asseguradores.

## Resumen

La industria aseguradora está íntimamente relacionada con el mercado de capitales. Es una manifestación más de la multitud de interconexiones que hay en una economía globalizada, donde los conocimientos transversales son una herramienta bien apreciada. Esta tesis realiza un recorrido panorámico a través de diversas áreas de interés, y pretende ser un instrumento de formación para cualquier profesional que se sumerja en el apasionante mundo de las finanzas de las compañías aseguradoras.

## Summary

The insurance industry is closely related to the capital market. It is one more of the many displays of the many interconnections existing today in a globalized economy, being cross-boundary knowledge a well quoted tool. This thesis makes a panoràmic route through several subjects of interest, and is intended to become a training tool for any professional who is just about to get introduced into the ever appealing world of finance in an insurance corporate.



# Índex

1. Introducció .....	9
2. Principals magnituds del sector assegurador espanyol .....	11
2.1. Primes .....	11
2.2. Rendibilitat .....	14
2.3. Concentració i internacionalització .....	15
2.4. Canals de distribució .....	19
2.5. Ocupació .....	20
3. Les inversions del sector assegurador .....	23
3.1. Comparativa internacional .....	29
3.2. Gestió de carteres .....	30
3.3. ALM .....	35
3.4. Control de riscos financers .....	37
4. Solvència II .....	43
4.1. Aspectes claus de la normativa .....	44
4.2. Cronologia .....	46
5. La reforma del sistema financer .....	51
5.1. Basilea III .....	51
5.2. Proves d'esforç .....	53
5.3. Fiscalitat .....	53
5.4. Altres iniciatives .....	56
6. Mercats financers .....	59
7. Perspectives econòmiques .....	73
8. Indicadors econòmics claus .....	83
9. Conclusions .....	113
10. Bibliografia .....	115
11. Annexos .....	119



# **La gestió de les inversions en el sector assegurador**

## **Selecció d'actius i principals indicadors econòmics**

### **1. Introducció**

Els prenedors d'assegurances transfereixen a l'asseguradora els riscos contra els quals necessiten cobrir-se, a canvi d'assumir un cost, la prima. Vist des de l'altra òptica del contracte, l'asseguradora es fa càrrec d'aquest risc perquè considera que podrà gestionar-lo d'una manera més eficient, i d'aquesta manera obtenir una bona rendibilitat per als seus accionistes i assegurats.

El gestor d'una cartera d'inversions d'una entitat asseguradora ha d'orientar la gestió al llarg termini, responsabilitzant-se de la tasca d'equilibrar la rendibilitat i la seguretat dels actius on inverteix. Així doncs, cal seleccionar els actius prudentment, de manera que encaixin amb els requisits establerts pel legislador, que actua com a protector de l'assegurat.

Però no hi ha inversió sense risc. Per tant, en definitiva, les entitats asseguradores han de ser profundes coneixedores del sempre canviant entorn legislatiu i del funcionament dels mercats financers.

En aquest document es revisen les principals característiques del sector assegurador, les seves inversions i el nou marc de Solvència II, tot reflexionant sobre els efectes que tindrà la nova normativa de Basilea III, i d'altres reformes del sistema financer, completament interrelacionat amb el sector assegurador, que és l'altre gran canalitzador d'estalvi i inversió del sistema econòmic.

A continuació, s'analitza el comportament i la situació actual dels principals instruments d'inversió, s'examinen les perspectives macroeconòmiques espanyoles elaborades per les cases d'anàlisi més significatives, i s'exposa una recopilació dels indicadors econòmics nord-americans més rellevants, vist des d'un punt de vista històric. Actualment, és fonamental saber què mou els mercats, i com reaccionen davant de la publicació d'aquests indicadors.



## 2. Principals magnituds del sector assegurador espanyol

En aquest apartat no es pretén fer cap recull exhaustiu de la indústria asseguradora espanyola, però sí que es vol subratllar la seva importància, a través de la quantificació d'algunes de les variables més rellevants, en l'últim quinquenni (2005-2010): volum de primes, rendibilitat, grau de concentració del mercat i internacionalització, els canals de distribució, i els recursos humans.

### 2.1. Primes

Segons es defineix a l'Informe anual 2010, de la DGSFP, les primes meritades brutes s'obtenen sumant les primes meritades en assegurança directe, més les primes de la reassegurança acceptada. Les primes imputades brutes tenen en compte la variació en la provisió per primes no consumides, i per riscos en curs, així com la variació de la provisió per primes pendents de cobrament. Les primes imputades netes tenen en compte la reassegurança.

Doncs bé, les primes gestionades van sumar 58.373 milions d'euros, l'any 2010. Això suposa un 19,25% més que l'any 2005. Aquest volum de primes, quan es posa en relació al PIB, a preus de mercat, es coneix com a taxa de penetració, i s'ha mantingut estable al voltant del 5,50%, en el període analitzat. D'altra banda, la taxa de densitat, és a dir, la relació entre les primes i els habitants, ha experimentat un increment del 10,28%, des de l'any 2005<sup>1</sup>. Tot i així, cal puntualitzar que sembla que s'està produint un canvi de tendència.

**Quadre 2.1.- L'assegurança en l'economia espanyola, 2005-2010**

L'assegurança en l'economia espanyola, 2005-2010						
	2005	2006	2007	2008	2009	2010 <sup>2</sup>
Primes meritades brutes <sup>1</sup>	48.950	53.925	55.775	60.225	61.931	58.373
PIB a preus de mercat <sup>1</sup>	904.323	976.189	1.049.848	1.095.163	1.051.151	1.062.591
Primes brutes / PIB a preus de mercat	5,41%	5,52%	5,31%	5,50%	5,89%	5,49%
Primes brutes / Habitant (en euros)	1.125,68	1.205,96	1.234,40	1.304,77	1.304,41	1.241,45

Font: INE i DGSFP

<sup>1</sup> Xifres en milions d'euros

<sup>2</sup> Dades provisionals

Tradicionalment, en el sector assegurador, es distingeixen dos grans grups: vida i no vida. Les assegurances de vida cobreixen el risc de mort, la incertesa del moment en el qual es produirà la mort. Es poden contractar a nivell individual, o col·lectiu; per tal de beneficiar a terceres persones, o amb la finalitat de

<sup>1</sup> Aquestes xifres situen a Espanya en la posició 27 en la classificació mundial de primes per càpita, l'any 2010. Suïssa encapçala la classificació, amb una despesa de 4.613,75 euros per habitant. Són dades publicades per Sigma (2011): *World insurance in 2010. Premiums back to growth - capital increases*. Swiss Reinsurance Company Ltd. Economic Research & Consulting. N° 2/2011. Pel que fa l'any 2005, Espanya ocupava la posició 24.

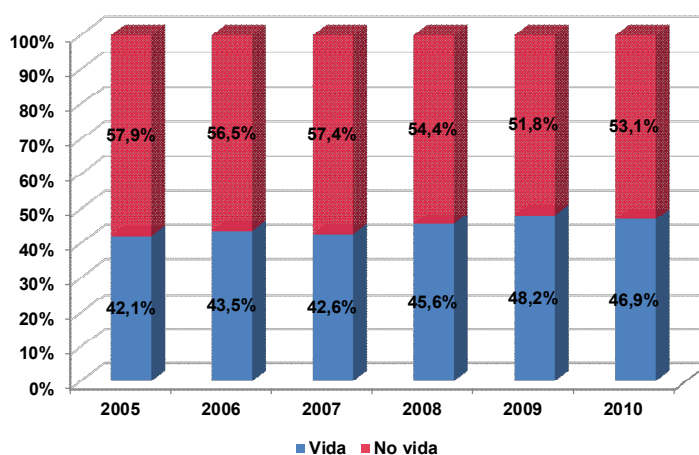
constituir un estalvi que serà gaudit durant la jubilació. Les assegurances de no vida, o també anomenades assegurances generals, cobreixen qualsevol altre esdeveniment que pugui generar una pèrdua econòmica. És el cas de les assegurances d'automòbils, de salut, multiriscos, responsabilitat civil, crèdit i caució, defensa jurídica, dependència, transports, decessos, pèrdues pecuniàries i d'altres danys als bens. A continuació, s'exposa la distribució del volum de primes segons ram, tant en valor absolut (quadre 2.2, en milions d'euros), com en percentatge (gràfic 2.1). La font d'aquest gràfic és la DGSFP.

**Quadre 2.2.- Primes meritates brutes, segons ram, 2005-2010**

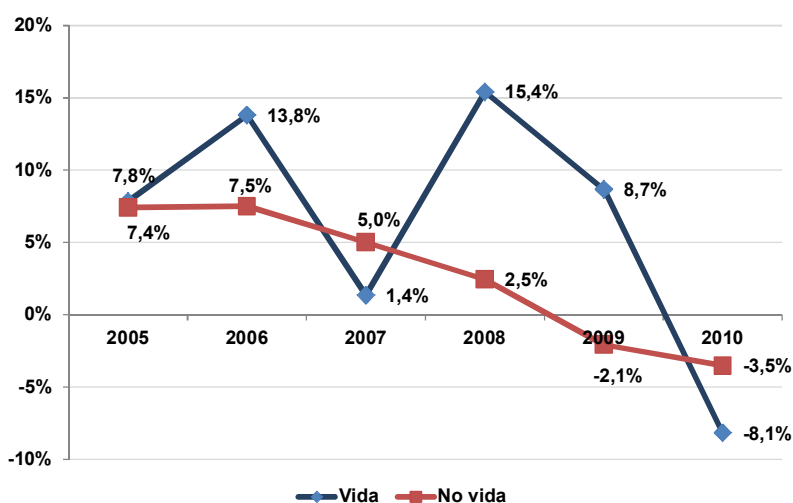
Primes meritates brutes, segons ram, 2005-2010						
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Vida	20.617	23.463	23.783	27.448	29.830	27.400
No vida	28.333	30.462	31.992	32.777	32.101	30.973
<b>Total</b>	<b>48.950</b>	<b>53.925</b>	<b>55.775</b>	<b>60.225</b>	<b>61.931</b>	<b>58.373</b>

Font: DGSFP

**Gràfic 2.1.- Distribució de les primes meritates brutes, segons ram, 2005-2010**



**Gràfic 2.2.- Variació anual del volum de primes, 2005-2010**





En el gràfic 2.2 s'observa com el sector assegurador no és aliè a la crisi generalitzada que viu l'economia espanyola. El sector també està patint l'ensopiment del consum privat, i això es plasma particularment en l'evolució negativa de les assegurances d'automòbils (hi ha més de 28 milions de vehicles matriculats a Espanya, i tots ells estan obligats a contractar una assegurança, però fa un parell d'anys que les matriculacions no creixen), i en la prioritització que fan les famílies a l'hora de contractar certs bens de consum més sofisticats, o més propis de classes mitjanes-altes, com són les cobertures sanitàries (producte que només disposa el 22% de la població).

El fort increment de les primes de vida, l'any 2006, s'explica en part per la revifalla de les assegurances *unit linked*, en les quals el prenedor assumeix el risc de la inversió. En aquest segment, les primes dels *unit linked* han passat de 2.110 milions d'euros, l'any 2005, als 5.221, l'any 2008 (un increment del 147,44%).

Pel que fa a l'espectacular impuls experimentat l'any 2008, del 15,4%, ve derivat per l'augment de la taxa d'estalvi familiar. Els particulars, enfront de la crisi, van optar per la previsió. Gran part d'aquest estalvi s'ha destinat a cancel·lar deute hipotecari, però el sector assegurador també ha esgarrapat part del pastís, tal i com mostra el quadre 2.3. L'any 2008, les assegurances van passar a representar un 9,60% de tot l'estalvi financer, enfront del 8,50% de l'any anterior.

D'aquest quadre número 2.3 també és destacable com la crisi ha mogut l'estalvi, des de la renda variable, inclosa en l'apartat "Inversió directa", cap als actius menys arriscats, i més líquids, com els dipòsits i l'efectiu.

**Quadre 2.3.- Estalvi financer de les famílies, 2005-2010**

Estalvi financer de les famílies, 2005-2010						
Actius financers	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Dipòsits bancaris i efectiu	38,20%	36,80%	38,20%	47,70%	47,20%	48,50%
Institucions d'inversió col·lectiva <sup>1</sup>	13,10%	11,70%	10,70%	8,80%	8,40%	7,10%
Assegurances	9,40%	8,70%	8,50%	9,60%	9,60%	9,90%
Fons de pensions	5,30%	5,00%	5,00%	5,20%	5,30%	5,30%
Inversió directa <sup>2</sup>	30,90%	34,40%	34,40%	25,20%	26,30%	25,40%
Crèdits	1,70%	1,60%	1,40%	1,30%	1,00%	1,50%
Altres	1,40%	1,80%	1,80%	2,20%	2,20%	2,30%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Font: INVERCO

<sup>1</sup> No inclou inversió persones físiques

<sup>2</sup> Renda fixa, renda variable, i altres participacions

El quadre 2.3 mostra com els espanyols van dedicar, l'any 2010, el 15,20% del seu estalvi a assegurances de vida i fons de pensions (9,90% i 5,30%, respectivament). En canvi, en l'àmbit de la Zona Euro, els ciutadans van dedicar-hi el 30,20% a aquest tipus de productes d'estalvi privat<sup>2</sup>. El doble. Si bé el 46,3% dels espanyols ja té aquests tipus de productes, l'import contractat, en termes generals, no complementarà significativament la pensió de la Seguretat Social<sup>3</sup>.

A nivell internacional, durant l'any 2010 s'ha recuperat el volum de primes d'abans de la crisi. En els anys 2008 i 2009, el sector, a nivell global, va patir davallades properes al 4% i al 2%, respectivament. En canvi, l'any 2010, el sector ha viscut un increment de primes del 2,7%. Com en tants d'altres terrenys, són els països emergents els que contribueixen majorment a impulsar la recuperació (increment de l'11%), enfront de les economies industrialitzades (increment de l'1,4%)<sup>4</sup>.

El mercat assegurador espanyol es va situar en 6a posició en el ranking de països de la Unió Europea, amb una quota del 5,10% de les primes, l'any 2010, segons dades d'ICEA. Pel que fa al mercat mundial, el mateix any, Espanya ocupa la 13a posició, amb l'1,75% del volum total de primes, segons l'informe Sigma/Swiss Re.

## 2.2. Rendibilitat

En el període 2005-2010, els capitals propis de les asseguradores espanyoles s'ha incrementat un 43,93%. Tenint en compte l'entorn de crisi generalitzada, aquesta dada reafirma la solvència del sector. Ara bé, el resultat de l'exercici, abans d'impostos, no ha evolucionat tant positivament. En el mateix període, s'ha incrementat un 15,19%. L'any 2010, els 4.088 milions d'euros guanyats encara suposen un 72,62% del resultat obtingut l'any 2007.

El benefici sobre recursos propis (*Return on Equity*, ROE) és el rati de rendibilitat que mesura la capacitat de l'empresa de generar beneficis amb els recursos dels accionistes (capital social més les reserves). Generalment, nivells de ROE al voltant del 15-20%, són atractius per als inversors. Així doncs, el ROE assolit l'any 2007 és una fita gens menyspreable, que probablement es trigarà a repetir.

---

<sup>2</sup> García, Domingo J. (2011): *Ahorro familiar en España*. Fundación de Estudios Financieros. Papeles de la Fundación Nº 39: L'autor cita el BCE. A finals de març de 2010, el desglossament dels actius financers mantinguts per les famílies de la Zona Euro era el següent: Dipòsits a curt termini: 31,2%; Dipòsits a llarg termini: 5,7%; Títols de deute: 8,0%; Renda variable: 16,7%; Fons d'inversió: 8,2%; Assegurances de vida i pensions: 30,2%.

<sup>3</sup> Mapfre Vida (2011): *Estudio sobre actitudes de los españoles ante la jubilación y la reforma de las pensiones. Resultados total nacional*.

<sup>4</sup> Sigma (2011): *World insurance in 2010. Premiums back to growth - capital increases*. Swiss Reinsurance Company Ltd. Economic Research & Consulting. Nº 2/2011

A continuació, el quadre 2.4 exposa la sèrie històrica de la rendibilitat sobre els capitals propis.

**Quadre 2.4.- Rendibilitat sobre els capitals propis, 2005-2010**

Rendibilitat sobre els capitals propis, 2005-2010						
Variable	2005	2006	2007	2008	2009	2010 <sup>1</sup>
Capitals propis	19.362	21.951	22.943	24.388	25.983	27.867
Compte Tècnic No Vida	3.189	3.524	3.353	3.078	3.031	2.845
Compte Tècnic Vida	832	604	2.572	1.277	1.655	1.754
Impostos	1.226	1.388	1.689	1.202	1.399	1.334
Resultat exercici (net d'impostos)	3.549	4.139	5.629	3.580	3.698	4.088
ROE	21,70%	22,10%	26,40%	14,70%	14,24%	14,67%

Font: *Informe anual DGSFP, 2005-2010* (xifres en milions d'euros)

<sup>1</sup> Dades provisionals

### 2.3. Concentració i internacionalització

En el mercat assegurador espanyol, a 31 de desembre de 2010, operen 287 companyies, de diferent naturalesa jurídica<sup>5</sup>: societats anònimes, mútues, cooperatives i mutualitats de previsió social. En l'últim quinquenni han desaparegut 25 entitats, el 8,01%. Tenint en compte que el volum de primes ha augmentat un 19,25% en aquest mateix període, el sector està experimentant un procés de concentració de la competència: menys entitats es reparteixen un pastís més gros.

**Quadre 2.5.- Naturalesa jurídica de les entitats asseguradores privades, 2005-2010**

Entitats asseguradores privades a Espanya, 2005-2010							
Naturalesa jurídica	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Variació 2005/2010
Societats anònimes	215	207	206	204	202	195	-9,30%
Mútues	40	38	37	35	34	35	-12,50%
Mutualitats de previsió social	55	51	52	55	56	55	0,00%
Total entitats d'assegurança directe	310	296	295	294	292	285	-8,06%
Entitats reasseguradores especialitzades	2	2	2	2	2	2	0,00%
<b>Total entitats d'assegurança</b>	<b>312</b>	<b>298</b>	<b>297</b>	<b>296</b>	<b>294</b>	<b>287</b>	<b>-8,01%</b>

Font: DGSFP (2011) *Informe anual 2010*.

També cal mencionar el procés de transformació que estan duent a terme algunes mútues (Mapfre va obrir el camí), que estan adoptant la forma jurídica de societat anònima, per tal de poder realitzar, amb aquesta nova naturalesa jurídica, ampliacions de capital. Aquest canvi pot estar motivat per plans estratègics de creixement inorgànic, mitjançant l'adquisició d'altres entitats.

<sup>5</sup> Article 7 del text refós de la Llei d'Ordenació i Supervisió de les Assegurances Privades (LOSSP).

A continuació, el quadre 2.6 mostra l'evolució, en el darrer quinquenni, de la quota de mercat en volum de primes dels 10 majors grups l'any 2010, en assegurança directa. L'any 2010, les 5 primeres companyies sumaven el 43,09% del total, mentre que les 10 entitats capdavanteres aglutinaven el 61,94% del total. En termes generals, no són uns nivells de concentració alarmants.

**Quadre 2.6.- Ranking de grups asseguradors en assegurança directa, 2005-2010**

Ranking de grups asseguradors en assegurança directa						
Grup assegurador	Quota de mercat					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
1.- Mapfre	16,36%	15,34%	15,77%	15,48%	14,95%	14,68%
2.- Grup "la Caixa"	6,00%	5,22%	4,98%	5,50%	7,68%	9,79%
3.- Zurich	6,87%	6,95%	6,57%	7,82%	9,03%	8,07%
4.- Axa	6,89%	6,67%	6,44%	6,14%	5,48%	5,41%
5.- Allianz	4,95%	5,04%	5,25%	5,04%	5,06%	5,14%
6.- Caser	3,26%	3,59%	3,87%	3,98%	4,00%	4,48%
7.- Generali	4,50%	4,96%	4,62%	4,72%	4,31%	3,96%
8.- Santander Seguros	1,16%	4,86%	5,66%	8,35%	5,82%	3,75%
9.- Catalana Occidente	3,78%	3,65%	3,73%	3,70%	3,62%	3,55%
10.- Aviva	3,81%	3,63%	4,11%	3,16%	3,05%	3,11%
Resta	42,42%	40,09%	39,00%	36,11%	37,00%	38,06%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Font: Elaboració pròpia a partir de les dades d'ICEA

El quadre 2.6 ha estat realitzat a partir de les classificacions publicades per ICEA, agregant les quotes de mercat de les diferents companyies que formen un grup l'any 2010. Per exemple, l'any 2005, Mapfre encara no havia comprat Ascat Vida a Catalunya Caixa. Així doncs, a l'hora de calcular la quota de mercat del grup Mapfre actual, en relació a l'any 2005, s'hi ha afegit la quota de mercat aconseguida per Ascat Vida l'any 2005. Les dades han sigut ordenades de major a menor, en relació l'any 2010. La composició de cada un dels grups és la corresponent a l'any 2010, detallada a continuació.

**Mapfre:** Mapfre Familiar, Mapfre Vida, Mapfre Caja Madrid Vida, Ascat Vida, Mapfre Seguros de Empresas, Mapfre Global Risks, CCM Vida y Pensiones, Union del Duero Vida, Bankinter Vida, Mapfre Caución y Crédito, Ascat Seguros Generales, Caixa Manresa Vida, Caixa Tarragona Vida, Mapfre Asistencia.

**Grup "la Caixa":** VidaCaixa, VidaCaixa Adeslas, CaixaVida.

**Zurich:** Bansabadell Vida, Zurich Insurance, Zurich Vida, Caixa Sabadell Vida, Bansabadell Seguros Generales, CAN Seguros Generales, Caixa Sabadell Protecció, AIDE Asistencia.

**Axa:** Axa Seguros Generales, Axa Aurora Vida, Direct Seguros, Axa Vida, Axa Life Europe, Axa Corporate Solutions, Inter Partner, Axa Art.

**Allianz:** Allianz, Eurovida, Fénix Directo, Mondial Assistance Europe, Amaya.

**Caser:** Caser, Sa Nostra, Cajasol Vida y Pensiones, Caixanova Vida, Caja Canarias Vida y Pensiones, Banco Gallego Vida.

**Generali:** Generali Seguros, Cajamar Vida, Europ Assistance, Cajamar Seguros Generales.

**Santander Seguros:** Santander Seguros.

**Grupo Catalana Occidente:** Seguros Catalana Occidente, Seguros Bilbao, Crédito y Caución, Nortehispana, Cosalud, Atradius, Depsa.

**Aviva:** Unicorp Vida, Aseval, Caja España Vida, CXG Aviva, Aviva Vida y Pensiones, Caja Murcia Vida, Caja Granada Vida.

Es pot observar com dos entitats financeres, “la Caixa” i Santander, han guanyat quota de mercat, en aquest quinquenni (3,79% i 2,59%, respectivament). Precisament per això, no seria pas desgavellat pensar que el canal de distribució bancari s’hauria vist enfortit, en aquest període. Però això només és veritat a mitges.

Més endavant, en el quadre 2.9, es pot apreciar com, en vida, bancs i caixes han perdut terreny, des d’un 68,88% del pastís, al 66,21%. En canvi, en no vida, han passat del 7,33% al 8,82%. Pel que fa al tercer gran grup bancari, BBVA, cal destacar que ha passat d’ocupar la posició número 8, l’any 2005, amb una quota de mercat del 3,73% (1.821MM), al lloc número 16, l’any 2010, amb una quota de mercat de l’1,85% (1.065MM). Aquests moviments en el ranking il·lustren el dinamisme del mercat assegurador.

En el quadre 2.7 es mostren els deu grups asseguradors amb més volum de primes, en el ram de vida i no vida, l’any 2010. En el cas de no vida, Mapfre ocupa la primera posició, i la seva quota de mercat dobla la del següent competidor, Axa. Pel que fa a vida, els cinc primers grups sumen el 55,01%.

**Quadre 2.7.- Ranking de grups asseguradors en assegurança directa, vida i no vida, 2010**

<b>Ranking de grups asseguradors en assegurança directa, 2010</b>			
<b>Vida</b>		<b>No Vida</b>	
<b>Grup assegurador</b>	<b>Quota de mercat</b>	<b>Grup assegurador</b>	<b>Quota de mercat</b>
1.- Grup "la Caixa"	14,43%	1.- Mapfre	16,24%
2.- Zurich	13,15%	2.- Axa	7,55%
3.- Mapfre	12,76%	3.- Allianz	6,38%
4.- Santander Seguros	7,77%	4.- Grup "la Caixa"	6,04%
5.- Aviva	6,90%	5.- Catalana Occidente	4,64%
6.- Caser	5,61%	6.- Generali	4,28%
7.- Aegon	5,28%	7.- Mutua Madrileña	4,10%
8.- Ibercaja	4,42%	8.- Zurich	3,95%
9.- Allianz	3,61%	9.- Caser	3,56%
10.- Generali	3,57%	10.- Sanitas	3,36%
Resta	22,50%	Resta	39,90%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>	<b>Total</b>	<b>100,00%</b>

Font: ICEA (2011): *Evolución del mercado asegurador. Estadística año 2010.*

El procés de consolidació que ha dut a terme el sector assegurador en els últims anys no ha entorpit la lliure competència, a escala global. Però, en canvi, sí que hi ha alguns segments de mercat especialitzats en els quals les 5 primeres asseguradores acumulen una quota de mercat molt elevada. És el cas del ram dels decessos (76,21%, l'any 2010), la salut (65,69%), automòbils (56,65%), i altres danys (50,46%)<sup>6</sup>.

Pel que fa a la localització geogràfica, la distribució dels grups no és homogènia. Per exemple, Aviva és el tercer grup a Andalusia, mentre que a nivell estatal ocupa la desena posició. D'altra banda, el grup de "la Caixa" s'ha posicionat en un confortable segon lloc en la classificació general, però, en canvi, al Principat d'Astúries ocupa una raquítica posició número 17.<sup>7</sup>

En qualsevol d'aquestes classificacions s'observa la presència dels grans grups asseguradors internacionals, com Zurich, Axa, Allianz, Generali, Aviva o Aegon. És un fet totalment normal en una economia globalitzada. L'any 2010, el capital estranger va representar el 21,68% del capital total del sector<sup>8</sup>. En els anys anteriors, el percentatge era d'una magnitud similar (un 25,46% al principi del període analitzat), tot i que ha anat minvant.

<sup>6</sup> ICEA (2011): *Evolución del mercado asegurador. Estadística año 2010.*

<sup>7</sup> Dades d'ICEA a nivell autonòmic per l'any 2010.

<sup>8</sup> DGSFP (2011). *Informe anual 2010.*

**Quadre 2.8.- El capital estranger en les entitats espanyoles, 2005-2010**

El capital estranger en les entitats espanyoles							
Àmbit	País	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Unió Europea	Regne Unit	2,19%	2,26%	1,94%	5,95%	5,93%	3,95%
	França	2,70%	3,71%	4,58%	4,53%	4,47%	3,88%
	Suècia	7,35%	7,58%	6,99%	3,62%	3,32%	3,23%
	Holanda	1,10%	1,32%	1,22%	1,81%	1,71%	1,68%
	Irlanda	-	-	-	-	-	1,16%
	Itàlia	1,35%	1,42%	1,30%	1,27%	1,22%	1,16%
	Alemanya	1,04%	1,08%	1,17%	1,16%	1,07%	1,04%
	Luxemburg	0,17%	0,17%	0,07%	0,07%	0,07%	0,06%
	Portugal	-	-	-	-	-	0,06%
	Bèlgica	4,19%	4,32%	-	-	-	-
	Total Unió Europea	20,09%	21,86%	17,27%	18,41%	17,79%	16,22%
Tercers països	Estats Units	3,22%	3,56%	3,47%	2,99%	2,75%	4,31%
	Suïssa	2,15%	2,22%	1,75%	1,64%	1,12%	1,15%
	Total tercers països	5,37%	5,78%	5,22%	4,63%	3,87%	5,46%
<b>Total participació estrangera</b>		<b>25,46%</b>	<b>27,64%</b>	<b>22,49%</b>	<b>23,04%</b>	<b>21,66%</b>	<b>21,68%</b>

Font: DGSFP (2011). *Informe anual 2010, 2008 i 2006*

D'altra banda, també hi ha entitats espanyoles que operen a l'exterior. Per exemple, és el cas de Mapfre, BBVA i Santander, que juguen papers destacats en el mercat assegurador a l'Amèrica Llatina (3a, 13a i 21a posició, respectivament)<sup>9</sup>.

## 2.4. Canals de distribució

Una característica diferenciadora del sector assegurador, en relació a d'altres activitats econòmiques, és que el món de les assegurances disposa de diferents sistemes de comercialització dels seus productes. A nivell global, sense diferenciar vida i no vida, els mediadors tradicionals<sup>10</sup> aglutinen el 42,70% del negoci, seguits dels operadors de banca assegurances, que concentren el 36,49%.

El quadre número 2.9 mostra la distribució percentual de tot el negoci, per volum de primes, i distingint entre vida i no vida, i canals de distribució. Les dades corresponents a 2010 encara no estan disponibles. Es pot observar el paper hegemònic de bancs i caixes d'estalvi a l'hora de distribuir les pòlisses de vida, amb el 66,21% a 2009. En canvi, pel que fa al ram de no vida, el canal bancari només representa el 8,82%.

<sup>9</sup> Mapfre (2008): *Ranking de Grupos Aseguradores en Iberoamérica 2007*.

<sup>10</sup> Per mediació tradicional s'entén: agents exclusius, agents vinculats i corredors.

**Quadre 2.9.- Distribució percentual del negoci assegurador per primes i canals de distribució, 2005-2009**

Distribució percentual del negoci assegurador per primes i canals de distribució, 2005-2009										
Canals	Vida					No Vida				
	2005	2006	2007	2008	2009	2005	2006	2007	2008	2009
Agents	14,90%	18,22%	13,65%	14,25%	12,70%	38,59%	38,66%	38,11%	37,45%	36,33%
Corredors	7,70%	8,77%	6,72%	6,32%	8,11%	28,80%	28,07%	26,69%	28,49%	26,73%
Banc/Caixa d'estalvis	68,88%	63,25%	72,26%	64,87%	66,21%	7,33%	7,88%	11,49%	8,86%	8,82%
Oficines entitat	5,06%	6,72%	5,42%	11,85%	10,39%	19,74%	20,15%	16,04%	19,38%	21,28%
Portal d'internet	-	-	-	0,02%	0,01%	-	-	-	0,75%	0,89%
Altres canals <sup>1</sup>	3,46%	3,04%	1,95%	2,69%	2,58%	5,54%	5,24%	7,67%	5,07%	5,95%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Font: ICEA i DGSFP

<sup>1</sup> Inclou marketing directe

L'any 2010, la banca espanyola va guanyar entre 2.200 i 2.500 milions d'euros, mitjançant la venda d'assegurances, la qual cosa representa entre el 12% i el 15% del seu benefici<sup>11</sup>. Per tant, és previsible que les entitats financeres continuïn interessades en distribuir el producte assegurador, i probablement s'esforçaran a augmentar la seva presència en no vida, on el potencial de creixement és més elevat.

D'altra banda, en relació als acords de distribució en exclusivitat que havien signat moltes entitats financeres amb asseguradores, i tenint en compte el ball de fusions protagonitzat per les caixes d'estalvi, està per veure com es redefiniran els termes d'aquests contractes, i com es gestionarà la cohabitació de diferents acords de distribució en una única entitat financera<sup>12</sup>.

En el quadre 2.9 també crida l'atenció el paper residual del canal virtual. A hores d'ara, els portals d'internet són emprats com a eina de consulta, tarificació, i comparació entre diferents entitats, però no com a instrument de contractació final. Previsiblement, això influirà en el rol d'assessorament que ofereixen els corredors, ja que es trobaran amb un consumidor molt més documentat.

## 2.5. Ocupació

El sector assegurador espanyol tenia una massa assalariada de 119.400 persones, de forma directa, l'any 2010<sup>13</sup>. Per tenir una idea del poder arrossegador del sector, cada minut, la indústria asseguradora injecta 12.000 euros als seus principals proveïdors (tallers, reparadors i funeràries), amb la qual cosa s'estima que ocupa 110.000 persones més, de manera indirecta<sup>14</sup>.

<sup>11</sup> Estudi realitzat per Cognodata Consulting, publicat a Cinco Días el 29-06- 2011.

<sup>12</sup> "II Jornada de Mediación de Seguros por Entidades Financieras: Cuestiones de Actualidad para los Operadores de Banca-Seguros", organitzada per Garrigues Abogados y Asesores Tributarios, SEAIDA i AMAEF, el 09-06-2011.

<sup>13</sup> Ministeri de Treball. Enquesta de Població Activa (EPA): EPA-20. Assalariats, per activitat econòmica. Total.

<sup>14</sup> UNESPA (2011): *Memoria Social del Seguro 2010*.



El quadre 2.10 mostra com el sector assegurador representa una petita part de l'ocupació total, inferior a l'1%. Però cal reivindicar-ne la seva fortalesa, ja que ha sigut capaç de crear llocs de treball en un entorn econòmic advers. No s'han pogut incloure les dades corresponents a l'any 2005 perquè les xifres del sector assegurador estaven agregades amb les dades del sector financer, en un mateix epígraf. Això és degut a la reordenació de la Classificació Nacional d'Activitats Econòmiques (CNAE) duta a terme pel Ministeri de Treball.

**Quadre 2.10.- Enquesta Població Activa, 2006-2010**

Enquesta Població Activa, 2006-2010					
EPA-8 i EPA-20	2006	2007	2008	2009	2010
Ocupats totals <sup>1</sup>	19.747,7	20.356,0	20.257,6	18.888,0	18.456,5
Ocupats sector assegurador <sup>1, 2</sup>	118,6	130,4	133,3	135,0	137,7
Percentatge ocupats sector assegurador respecte el total	0,60%	0,64%	0,66%	0,71%	0,75%
Assalariats totals <sup>1</sup>	16.208,1	16.760,0	16.681,2	15.680,7	15.346,8
Assalariats sector assegurador <sup>1, 2</sup>	98,9	102,7	111,3	119,2	119,4
Percentatge assalariats sector assegurador respecte el total	0,61%	0,61%	0,67%	0,76%	0,78%

Font: Elaboració pròpia a partir de les dades del Ministeri de Treball

<sup>1</sup> Xifres en milers, mitjana anual.

<sup>2</sup> Epígraf 65 de la Classificació Nacional d'Activitats Econòmiques (CNAE): Assegurances, reassegurances i fons de pensions, excepte Seguretat Social obligatòria.

A continuació, el quadre 2.11 exposa l'evolució d'algunes de les característiques de les plantilles del sector assegurador, en l'últim quinquenni. Totes les variables presenten una gran estabilitat.

**Quadre 2.11.- Dades generals de les plantilles del sector assegurador, 2005-2010**

Dades generals de les plantilles del sector assegurador, 2005-2010						
Variables	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Contractes indefinits	94,50%	96,84%	96,88%	97,15%	97,69%	97,60%
Homes	54,97%	55,63%	54,44%	51,44%	50,75%	50,40%
Edat mitja (en anys)	39,29	39,67	40,41	39,82	40,57	40,85
Antiguetat	10,98	11,39	12,59	12,33	11,90	11,82
Creixement plantilla	2,16%	0,84%	0,39%	-0,72%	-0,72%	-0,98%
Absentisme	4,00%	5,16%	5,07%	4,92%	4,87%	4,89%
Número de pagues	17,30	16,50	17,20	17,40	17,50	16,90
Sous i salaris	-	-	-	33.611,47	34.072,97	34.518,32

Fonts: ICEA (2011): *Índices de personal de las Entidades Aseguradoras. Estadística año 2005-2010*

INE: Costos laborales i estructura percentual sobre el cost total brut per any, divisiones de CNAE-09

Els llocs de treball que genera són principalment estables, ja que el 97,6% del personal, l'any 2010, tenia contracte fixe, segons ICEA<sup>15</sup>. Aquesta xifra contras-

<sup>15</sup> ICEA (2011): *Índices de personal de las Entidades Aseguradoras. Estadística año 2010*.

ta amb la mitjana de tots els sectors econòmics, on la taxa de contractació fixa va ser del 75,1%.

En termes generals, el sector assegurador consumeix recursos humans qualificats. El perfil d'empleat típic és un home de 40,85 anys, i amb 11,82 anys d'antiguitat en la companyia. La plantilla mitjana, l'any 2010, era de 650 empleats, amb paritat de gènere (50,37% d'homes, i 49,63% de dones). La jornada anual laboral va ser de 1.686 hores.

Segons dades de l'Institut Nacional d'Estadística, finances i assegurances van ser, l'any 2010, la vuitena activitat econòmica amb major salari mig anual, amb 34.518,32 euros<sup>16</sup>, distribuït en 16,9 pagues. L'increment salarial, des de 2008, ha sigut del 2,69%, mentre que l'Índex de Preus al Consum (IPC) ha pujat un 3,80%, en el mateix període, amb la consegüent pèrdua de poder adquisitiu.

---

<sup>16</sup> L'activitat econòmica amb major salari mig anual, l'any 2010, va ser el subministrament d'energia elèctrica, gas, vapor i aire condicionat (CNAE 35), amb 52.202,80 euros. A l'altre extrem es troba el sector d'altres serveis personals (CNAE 96) i els serveis de menjars i begudes (CNAE 56), amb 12.019,36 i 12.110,56 euros, respectivament.

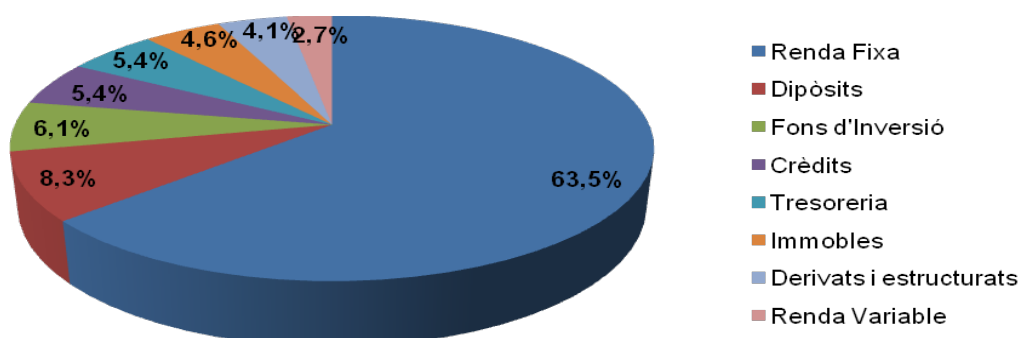
### 3. Les inversions del sector assegurador

L'objectiu d'aquest apartat és fer una radiografia de les inversions del sector assegurador espanyol. Les inversions del sector assegurador a Espanya, l'any 2010, van sumar un total de 200.940 milions d'euros. Aquesta quantitat representa un 18,91% del PIB<sup>17</sup>. La font de tots els quadres i gràfics d'aquest apartat són dades publicades per ICEA<sup>18</sup>.

**Quadre 3.1.- Principals característiques de les inversions del sector assegurador, 2010**

Principals característiques de les inversions del sector assegurador 2010	%
1.- Distribució inversions	
Vida	79,24%
No vida	20,38%
Recursos propis	0,38%
2.- Rendibilitat comptable mitjana	4,21%
3.- Instrument fonamental: Renda fixa	63,48%
Emissions espanyoles	55,00%
Sector financer	39,39%
Deute públic	36,70%
4.- Exposició a Grècia, Portugal i Irlanda	< 3%
5.- Duració (Vida / No vida)	7 anys / 4 anys
6.- Rating de Moody's	
Aaa	13,00%
Aa	46,54%
A	27,87%
Baa	11,00%
Ba / B	1,53%

**Gràfic 3.1.- Distribució de la inversió total, 2010**



<sup>17</sup> Segons dades de l'Institut Nacional d'Estadística, el PIB de l'any 2010 va ser 1.062.591 milions d'euros, a preus de mercat.

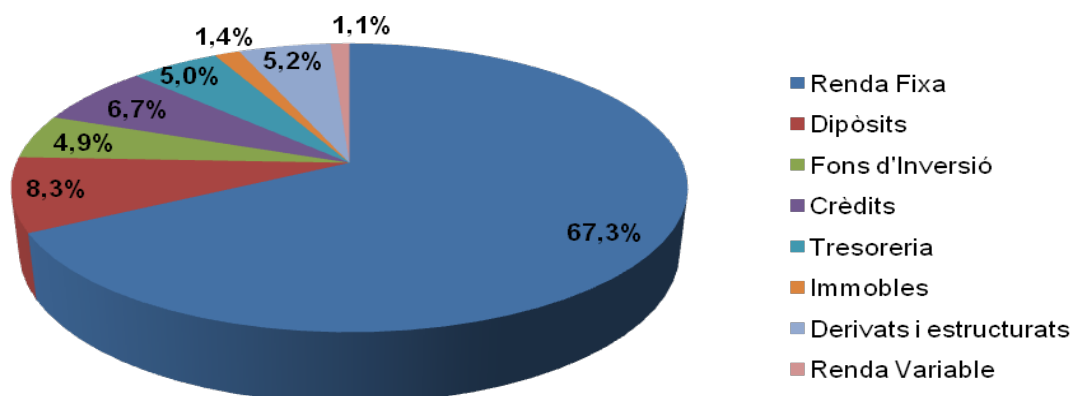
<sup>18</sup> ICEA (2011): *Las inversiones de las Entidades Aseguradoras. Estadística año 2010*. Aquest estudi s'ha elaborat a partir del Model 8 de la Documentació Estadística Comptable Trimestral de la DGSFP, el qual recopila dades facilitades per 161 companyies, que representen el 86,12% del volum total de les inversions del sector assegurador.

A continuació, els gràfics 3.2 i 3.3 mostren la composició de les inversions de les entitats asseguradores, l'any 2010, diferenciant-ne el ram. Tant les asseguradores de vida com de no vida inverteixen la major part dels seus actius en renda fixa pública i corporativa d'alta qualitat.

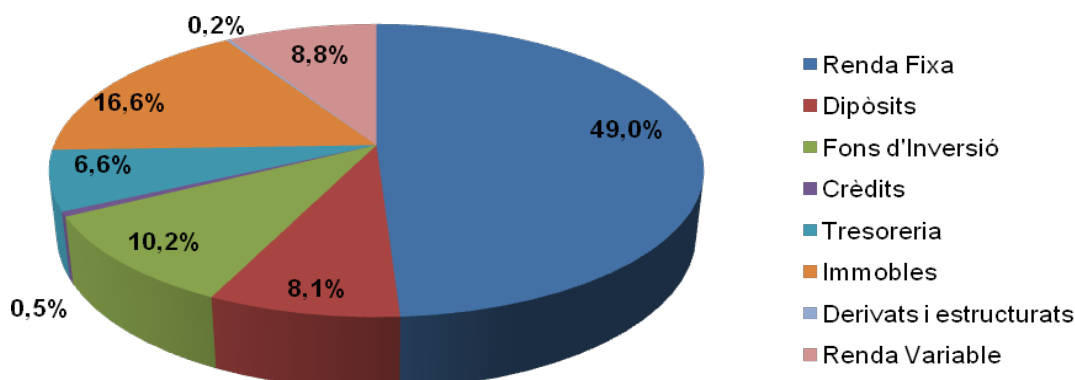
A primera vista, però, s'observen tres diferències significatives en la tipologia d'actiu: (i) el pes de la renda fixa és 18,3 punts percentuals superior en el ram de vida, (ii) els immobles representen un magre 1,4% en vida, mentre que en no vida pugen fins al 16,6%, i (iii) la renda variable representa un 1,1% en vida, mentre que en no vida sumen el 8,8%.

Les asseguradores de vida, com que garantitzen un tipus d'interès als seus assegurats, assumeixen un risc financer que afecta al seu passiu, ja que hi pot haver una diferència entre l'interès tècnic compromès i la possible menor rendibilitat de l'actiu seleccionat. Així doncs, l'actiu que millor garanteix un rendiment, i que inmuta davant la variabilitat dels mercats financers és la renda fixa.

**Gràfic 3.2.- Distribució de la inversió vida, 2010**



**Gràfic 3.3.- Distribució de la inversió no vida, 2010**



Seguidament, els quadres 3.2 i 3.3 posen de manifest la distribució de la inversió del sector assegurador, l'any 2009 i 2010, per països i per sectors econòmics, respectivament. Com no podia ser d'altra manera, el pes dels actius espanyols s'emporta la primera posició, i d'una manera ben destacada, amb prop del 55%. L'increment respecte l'any 2009 s'explica pel càstig imposat per la comunitat inversora internacional al mercat espanyol. Les asseguradores hi continuen veient valor i solvència, i més tenint en compte que els títols espanyols ofereixen un major rendiment. Pel que fa a la disposició sectorial, els títols financers i de deute públic reuneixen el 75% de l'actiu.

**Quadre 3.2.- Distribució de la inversió per països, 2009-2010**

<b>Distribució de la inversió per països</b>			
<b>País</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>Variació</b>
Espanya	49,33%	54,87%	5,54%
França	6,92%	5,66%	-1,26%
Alemanya	5,72%	5,21%	-0,51%
Estats Units	5,15%	3,58%	-1,57%
Itàlia	4,26%	3,53%	-0,73%
Luxemburg	2,95%	3,16%	0,21%
Regne Unit	2,90%	2,75%	-0,15%
Holanda	3,33%	2,63%	-0,70%
Portugal	0,94%	1,23%	0,29%
Irlanda	1,23%	1,13%	-0,10%
Bèlgica	1,04%	0,84%	-0,20%
Àustria	0,85%	0,72%	-0,13%
Suïssa	0,66%	0,70%	0,04%
Grècia	0,54%	0,60%	0,06%
Altres	14,18%	13,39%	-0,79%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>0,00%</b>

**Quadre 3.3.- Distribució de la inversió per sectors, 2009-2010**

<b>Distribució de la inversió per sectors</b>			
<b>Sector</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>Variació</b>
Financer	43,78%	39,39%	-4,39%
Deute públic	30,33%	36,70%	6,37%
Fondos	6,93%	6,93%	0,00%
Utilities	6,48%	5,97%	-0,51%
Comunicacions	3,63%	3,18%	-0,45%
Consum no cíclic	2,88%	2,39%	-0,49%
Indústria	2,22%	1,90%	-0,32%
Energia	1,66%	1,52%	-0,14%
Commodities	0,65%	0,58%	-0,07%
Bons hipotecaris	0,69%	0,58%	-0,11%
Consum cíclic	0,30%	0,50%	0,20%
Asset Backed Securities (ABS)	0,18%	0,12%	-0,06%
Tecnologia	0,10%	0,09%	-0,01%
Altres	0,17%	0,15%	-0,02%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>0,00%</b>

Les dades del 2010 estan basades en el 60,52% de les inversions

Les dades del 2009 estan basades en el 65% de les inversions

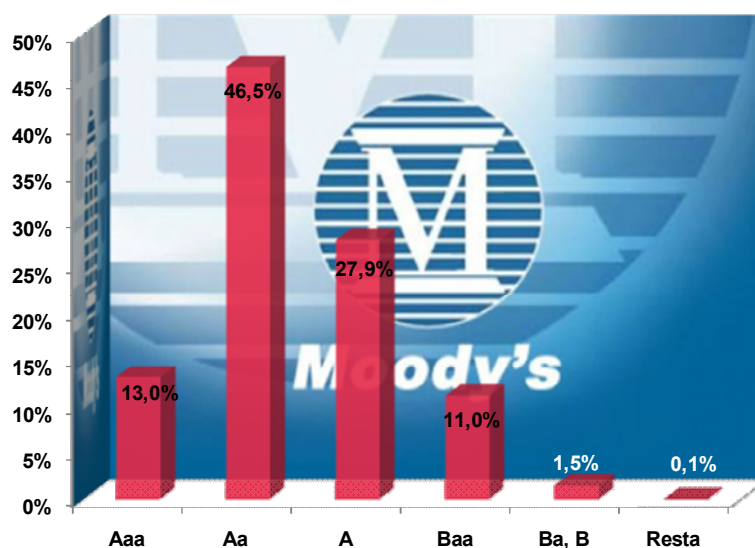
El rating mesura la capacitat d'una entitat per pagar el seu deute. En els gràfics 3.4, 3.5, i 3.6 es mostren els ratings assignats, l'any 2010, per les tres principals agències de qualificació, Standard & Poor's (S&P), Moody's i Fitch, respectivament. En l'annex 11.1 es poden consultar els significats d'aquestes notes.

A més a més, en el gràfic 3.4., es comparen els ratings atorgats per S&P, l'any 2005, per tal d'il·lustrar com ha impactat la crisi econòmica en la capacitat de pagament de les entitats, públiques i privades, que han emès bons de renda fixa. En aquest període, 2005-2010, les inversions en renda fixa de les entitats asseguradores han empitjorat la seva solvència. *Ceteris paribus*, això comporta un consum de capital major, però aquesta és una qüestió relativa al següent capítol. I un altre tema és el prestigi i credibilitat de les agències qualificadores, la seva habilitat per predir la crisi, i els seus conflictes d'interès.

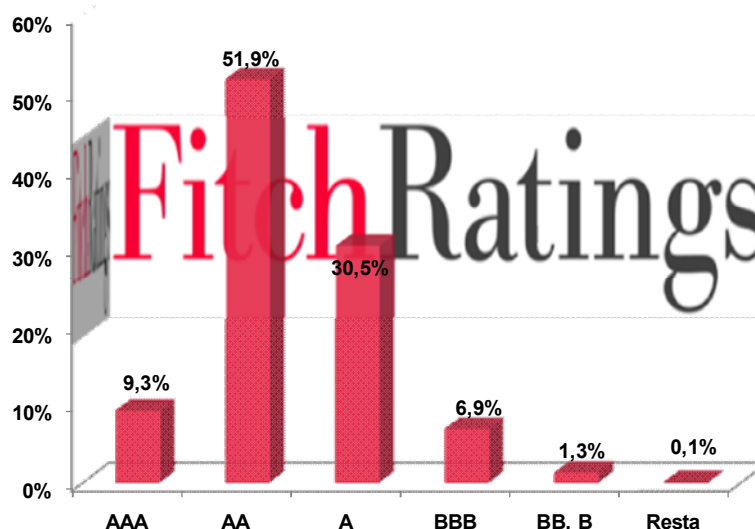
**Gràfic 3.4.- Ratings d'Standard & Poor's, 2005/2010**



Gràfic 3.5.- Ratings de Moody's, 2010



Gràfic 3.6.- Ratings de Fitch, 2010



En el quadre 3.4 es compara la situació de la qualitat creditícia de les emissions sobiranes d'un conjunt de països, a principis d'any 2007, amb el seu rating actual. Els països seleccionats són els 14 estats que consten en el quadre 3.2, on es mostra la distribució geogràfica de les inversions de les asseguradores espanyoles, l'any 2010. Hi figuren tant les inversions en renda fixa pública, com privada. Però és molt difícil, per una corporació, aconseguir un rating superior a la nota de l'estat on desenvolupa principalment la seva activitat Així doncs, el ventall d'inversions AAA s'està reduint, i és previsible que s'encareixi el preu d'aquestes emissions. Queda palès com la crisi financera no ha afectat per igual a tots els estats. De moment, Irlanda, Portugal i Grècia són els més castigats.

En l'annex 11.2 es pot consultar el detall de l'estructura promig de la cartera d'inversions de tot el sector assegurador, els anys 2007, 2008, 2009 i 2010.

### Quadre 3.4.- Comparativa ratings sobirans 2007-2011

2007																																										
Rating	Alemanya			França			Regne Unit			Holanda			Àustria			Suïssa			Luxemburg			EE.UU.			Bèlgica			Espanya			Itàlia			Irlanda			Portugal			Grècia		
	S&P	M	F	S&P	M	F	S&P	M	F	S&P	M	F	S&P	M	F	S&P	M	F	S&P	M	F	S&P	M	F	S&P	M	F	S&P	M	F	S&P	M	F	S&P	M	F	S&P	M	F	S&P	M	F
AAA	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=				
AA+																																										
AA																																										
AA-																																										
A+																																										
A																																										
A-																																										
BBB+																																										
BBB																																										
BBB-																																										
BB+																																										
BB																																										
BB-																																										
B+																																										
B																																										
B-																																										
CCC+																																										
CCC																																										
CCC-																																										
CC																																										

2011																																												
Rating	Alemanya			França			Regne Unit			Holanda			Àustria			Suïssa			Luxemburg			EE.UU.			Bèlgica			Espanya			Itàlia			Irlanda			Portugal			Grècia				
	S&P	M	F	S&P	M	F	S&P	M	F	S&P	M	F	S&P	M	F	S&P	M	F	S&P	M	F	S&P	M	F	S&P	M	F	S&P	M	F	S&P	M	F	S&P	M	F	S&P	M	F	S&P	M	F	S&P	M
AAA	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=					
AA+																																												
AA																																												
AA-																																												
A+																																												
A																																												
A-																																												
BBB+																																												
BBB																																												
BBB-																																												
BB+																																												
BB																																												
BB-																																												
B+																																												
B																																												
B-																																												
CCC+																																												
CCC																																												
CCC-																																												
CC																																												

Font: Elaboració pròpia a partir de les dades de Bloomberg.  
Els ratings corresponents a 2007 són del dia 01-01-2007. Els ratings corresponents a 2011 són del dia 26-08-2011. S&P = Standard & Poor's; M = Moody's; F = Fitch Ratings

Grau d'inversió  
 Grau d'especulació  
 Alt risc  
↑ Perspectiva positiva  
= Perspectiva estable  
↓ Perspectiva negativa

### 3.1. Comparativa internacional

Al principi de l'apartat anterior ja s'ha dit que les inversions del sector assegurador espanyol van representar el 18,91% del PIB, l'any 2010. A nivell europeu, no obstant, aquesta proporció va pujar fins al 53,2%, l'any 2009. Però aquesta mitjana europea presenta una elevada dispersió: en un extrem s'hi troba Dinamarca, amb el 101%, i en l'altre extrem hi ha Turquia, amb un 1,9% del seu PIB. Pel que fa al món, s'estima que les inversions de les asseguradores representen un 38,7% del PIB mundial<sup>19</sup>.

Pel que fa a la distribució de la cartera d'inversions del sector assegurador espanyol, segons el ram, l'any 2010, el 79,24% correspon a vida, el 20,38% a no vida, i el 0,38% correspon a recursos propis. A escala europea, la situació és similar, ja que la indústria asseguradora de vida acapara més del 80% del total<sup>20</sup>. I a nivell mundial, l'any 2009, el ram vida sumava el 82,74%, mentre que

<sup>19</sup> El Banc Mundial calcula un PIB mundial, l'any 2009, de 58,11 bilions de dòlars. Al tipus de canvi amb l'euro de 31-12-2009 (1,43423), són 40,52 bilions d'euros.

<sup>20</sup> CEA (2010): *European Insurance in Figures*. CEA Statistics N° 42. CEA és el Comitè Europeu d'Assegurances i Reassegurances. Agrupa les associacions d'asseguradors de 32 països europeus. Els seus associats representen el 95% dels ingressos per primes a Europa, per 1,1 bilió d'euros, i donen feina a 1 milió de treballadors. UNESPA n'és membre.



la resta de rams de no vida tenia el 17,26%<sup>21</sup>. Per tant, és una distribució estable arreu del planeta; en aquest sentit, el cas espanyol no és cap excepció.

En relació a l'evolució, les inversions del sector assegurador espanyol, l'any 2010, han experimentat un creixement del 0,05%, respecte l'any 2009, fins assolir els 0,2 bilions d'euros.

En canvi, a nivell europeu, en el mateix període, el volum de la cartera d'inversions s'ha incrementat un 5%, fins als 7,5 bilions d'euros<sup>22</sup>. I a escala planetària, l'any 2009, les inversions del sector assegurador van totalitzar 15,7 bilions d'euros, amb un avanç anual del 4,5%. I un apunt més. En el període 1995-2009, els actius en els cinc majors mercats asseguradors del món (EE.UU., Japó, Regne Unit, França i Alemanya) van créixer al 6,3% anual, mentre que el PIB agregat d'aquestes economies va incrementar el 3,6% anual.

Aquesta xifra, 15,7 bilions d'euros, equival aproximadament a un 12% dels actius financers mundials. Representa una proporció similar a la dels actius dels fons d'inversió, o dels fons de pensions, i és sis cops més gran que els actius dels fons sobirans, o els hedge funds<sup>23</sup>.

Aquesta dada dona una idea de la magnitud de les inversions de les asseguradores, que amb la seva vocació prudent i orientada al llarg termini, influeixen sobre els mercats financers, estabilitzant-los en moments d'alta volatilitat.

A continuació, el quadre 3.5 mostra la distribució dels actius de les asseguradores europees, en el període 2000-2008. És remarcable el comportament simètric de la renda fixa i la renda variable.

Quan la renda fixa guanya pes, la renda variable en perd. Aquest comportament s'ha observat després de la crisi de les empreses tecnològiques, de l'any 2000, i també s'ha donat després de l'esclat de la crisi financera de l'any 2007. Quan es perd la gana pel risc i el rendiment, es torna cap al refugi segur. Pel que fa a la resta d'instruments, presenten un comportament bastant estable. Seria desitjable que ICEA i CEA acordessin la mateixa categorització d'instruments d'inversió, per tal de poder comparar les dades espanyoles amb les europees.

---

<sup>21</sup> Sigma (2010): *La inversión de los seguros en un entorno mundial complicado*. Swiss Reinsurance Company Ltd. Economic Research & Consulting. N° 5/2010

<sup>22</sup> CEA (2011): *Annual Report 2010-2011*.

<sup>23</sup> McKinsey&Company (2009): *Global Capital Markets: Entering a new era*.

**Quadre 3.5.- Estructura de la cartera d'inversions dels asseguradors europeus, 2000-2008**

Estructura de la cartera d'inversions dels asseguradors europeus, 2000-2008									
Instrument	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Immobles	5,20%	5,18%	5,30%	4,78%	4,54%	4,31%	4,48%	4,27%	4,05%
Filials i associacions	3,96%	4,73%	5,36%	5,20%	4,77%	4,50%	4,37%	4,52%	5,00%
Renda Variable	37,20%	32,71%	26,55%	27,15%	27,58%	30,81%	32,47%	33,96%	25,98%
Renda Fixa	30,26%	32,68%	36,53%	37,02%	38,11%	36,40%	35,46%	33,91%	39,89%
Crèdits	17,18%	17,15%	18,02%	17,97%	17,08%	16,19%	15,61%	16,05%	16,87%
Dipòsits	0,89%	1,17%	1,55%	1,50%	2,57%	2,36%	2,36%	2,57%	3,28%
Altres	5,31%	6,38%	6,69%	6,39%	5,35%	5,43%	5,24%	4,71%	4,92%
<b>TOTAL</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Fonts: CEA (2010): *European Insurance in Figures*. CEA Statistics N° 42.

### 3.2. Gestió de carteres

Les entitats asseguradores organitzen el procés inversor en funció dels seus objectius, els quals es basen, fonamentalment, en funció de la manera com han de liquidar els sinistres. A més a més, han de ser flexibles, adaptar-se a les condicions de mercat, i diversificar els seus actius en un ventall d'oportunitats tant ample com sigui possible. La regla d'or de l'inversor és tant vella com la roda: no posis mai tots els ous en el mateix cistell.

Les principals funcions que realitza el departament de gestió d'actius d'una companyia asseguradora són les següents:

- Estudi i anàlisi de mercats i d'actius
- Escollir intermediaris i negociar tarifes
- Realitzar les compres i les vendes
- Registre d'operacions, i seguiment
- Confecció d'informació
- Definició límits de risc

El procediment a seguir a l'hora d'invertir té tres grans fases: planificació, realització i avaluació. Aquest procés sempre ha d'anar acompanyat de l'estricta observació dels límits operatius establerts, tant pel regulador<sup>24</sup>, com pel consell d'administració (política d'inversions). Aquests límits es defineixen en termes d'exposició, concentració, operativa, àmbit, rating, volatilitat, etc. Es poden fixar tants límits com riscos<sup>25</sup> es vulguin assenyalar. Per exemple, una companyia no vol assumir pèrdues superiors al 5% en una setmana. O una altra mostra: si el rating d'un actiu encadena tres rebaixes en un any, vendre.

<sup>24</sup> Article 53. "Límits de diversificació i dispersió", del Reial Decret 239/2007, de 16 de febrer, pel qual es modifica el Reglament d'Ordenació i Supervisió de les Assegurances Privades, aprovat pel Reial Decret 2486/1998, de 20 de novembre, i el Reglament de mutualitats de previsió social, aprovat pel Reial Decret 1430/2002, de 27 de desembre. D'ara endavant, per tal de no repetir, es farà referència a aquesta legislació amb la menció Reial Decret 239/2007, de 16 de febrer.

<sup>25</sup> S'entén per risc la desviació standard de la rendibilitat anual futura.

**1 - Planificació:** Primerament, cal identificar els objectius de la companyia. Com qualsevol organització empresarial, hi ha objectius estratègics, o de llarg termini, i n'hi ha de tàctics, o de curt termini. Fonamentalment, les asseguradores, amb les seves inversions, volen assolir dos objectius: (a) generar ingressos amb els quals pagar sinistres i retribuir a l'accionista, i (b) contribuir a una tarificació del producte assegurador més competitiva (en el cas de vida, oferir rendibilitats sucoses als seus assegurats).

Seguidament, és necessari observar les restriccions legals, de liquiditat, divisa, horitzó temporal, de rating i tributació. L'abast i la complexitat d'aquestes limitacions són elements diferenciadors entre la inversió en el sector assegurador i la inversió en qualsevol altre activitat econòmica.

*Legals:* cada jurisdicció té les seves particularitats. No tots els actius compleixen els requisits d'aptitud per a la inversió de les provisions tècniques<sup>26</sup> (més endavant, a l'annex 11.3, es detallen aquests requeriments), ni, en un altre ordre de coses, tots els actius consumeixen el mateix capital.

*Liquiditat:* les asseguradores no tendeixen a invertir en actius il·líquids, com el capital risc, els préstecs hipotecaris, les col·locacions privades de bons, o els immobles. És bàsic poder rescatar la inversió a temps per poder afrontar les obligacions de l'entitat, i per això el gestor de la cartera d'actius acostuma a comprometre una porció insignificant a aquests tipus de valors.

*Divisa:* la companyia asseguradora invertirà majoritàriament en actius denominats en la mateixa moneda que les seves obligacions, per tal d'evitar fluctuacions. Si no ho fa així, és aconsellable cobrir el risc amb derivats. En l'entorn globalitzat actual, les sales de tresoreria de les grans multinacionals del món assegurador han de reajustar els seus actius en funció del volum de negoci de cada filial.

*Horitzó temporal:* l'asseguradora procurarà encaixar els seus cobraments provinents dels seus actius amb els seus pagaments provinents dels seus passius.

*Rating:* les agències de qualificació tenen els seus propis models d'adequació del capital. Són similars als dels reguladors, però això crea més restriccions. Si una agència de rating no veu amb bons ulls un determinat actiu, l'asseguradora, probablement, desestimarà aquesta opció, per tal de mantenir el seu rating.

*Tributació:* la fiscalitat sempre ha influït en l'assignació d'actius.

A continuació, es realitzarà una estimació de les expectatives de rendibilitat que previsiblement oferirà el mercat de capitals. En aquest sentit, la mitjana històri-

---

<sup>26</sup> El Reglament d'Ordenació i Supervisió de les Assegurances Privades (ROSSP), del Reial Decret 239/2007, de 16 de febrer, estableix quins actius són aptes per cobertura (article 50).

ca de la rendibilitat d'un determinat actiu és un excel·lent referent<sup>27</sup>, però el gestor ha de fer la seva pròpia estimació. Addicionalment, també cal assignar un risc a cada tipologia d'actiu. Aquesta estimació de rendibilitats i riscos cal fer-la, com a mínim, un cop a l'any, i constitueix una eina útil de cara a l'elaboració del pressupost de l'entitat asseguradora. El quadre 3.6 és un exemple del fons d'inversió de la Universitat de Yale, per l'any 2009.

**Quadre 3.6.- Rendibilitats i riscos esperats pel fons d'inversió de la Universitat de Yale, 2009**

Fons d'inversió de la Universitat de Yale, 2009		
Actiu	Rendiment real esperat	Risc
Renda Fixa	2%	10,0%
Arbitratge de fusions	6%	10,0%
Bens immobles, petroli i gas	6%	13,6%
Estratègies orientades al valor	6%	15,0%
Renda Variables mercats desenvolupats	6%	20,0%
Renda Variables mercats emergents	8%	25,0%
Capital risc	11%	27,7%

Font: The Yale Endowment Update, 2009

Més endavant, caldrà definir quin és el termini durant el qual s'espera obtenir aquesta rendibilitat, i quina és la tolerància a les desviacions que l'entitat està disposada a assumir.

I finalment, es procedirà a segmentar la cartera en tants subconjunts d'actius com calgui, per tal de complir amb els criteris legals, estratègics o de control intern. Més endavant, es tornarà a parlar de la segmentació de carteres.

**2 - Realització:** Un cop efectuada la planificació, cal dur a terme l'assignació d'actius (o *asset allocation*, en anglès), i per això cal determinar quina quantitat es destinarà a cada instrument. L'assignació d'actius ha de ser coherent amb (i) les necessitats de l'asseguradora, (ii) les limitacions que afronta, i (iii) el moment del mercat. El quadre 3.7 mostra una hipotètica matriu de riscos, que estableix topalls d'exposició en renda fixa, segons rating i venciment.

<sup>27</sup> Una de les publicacions més actualitzades que hi ha en el mercat és el *Global Investment Returns Yearbook 2010*, del Credit Suisse Research Institute, editat el mes de febrer de 2010. Ofereixen el detall per països i tipologies d'actiu.

Quadre 3.7.- Asset allocation de renda fixa

Asset allocation de renda fixa									
Venciment	Deute Sobirà				Deute Corporatiu				Total
	AAA	AA	A	BBB	AAA	AA	A	BBB	
1-5 anys	15%	7%	5%	3%	7%	5%	3%	0%	45%
6-10 anys	10%	5%	3%	2%	5%	3%	2%	0%	30%
11-15 anys	5%	3%	2%	0%	3%	2%	0%	0%	15%
16-20 anys	2%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	4%
21-25 anys	2%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	4%
26-30 anys	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%
<b>Total</b>	<b>35%</b>	<b>20%</b>	<b>10%</b>	<b>5%</b>	<b>15%</b>	<b>10%</b>	<b>5%</b>	<b>0%</b>	<b>100%</b>

Font: Elaboració pròpia

Tot sovint, els inversors actuen com un ramat de bous (*herding behaviour*), i es fa difícil nedar contracorrent. Els inversors són gregaris i porucs, per naturalesa. Per exemple, si la majoria d'analistes pronostiquen una alentiment en la generació de beneficis en el sector bancari, com a conseqüència de la implantació dels majors requeriments de capital establerts a Basilea III, no sembla convenient intensificar l'aposta en aquest sector econòmic.

A grans trets, es pot dir que, en moments de desacceleració i creixement, els inversors sobreponderen la renda fixa, enfront la renda variable. En canvi, en les fases del cicle de contracció i reactivació, els inversors sobreponderen la renda variable, enfront de la renda fixa. Ara bé, cada inversor té el seu propi criteri, i les seves pròpies expectatives de revalorització.

L'assignació d'actius s'estructura en base a la Teoria de Carteres de Markowitz<sup>28</sup> (TCM) i la gestió d'actius i passius (ALM, per *Asset Liquidity Management*).

La **TCM** defineix una cartera d'inversió eficient, com a aquella cartera que maximitza la rendibilitat esperada, en funció d'un nivell de risc determinat. El conjunt de carteres eficients rep el nom de frontera eficient. Cal tenir en compte que els rendiments dels actius estan correlacionats<sup>29</sup>, és a dir, no tots els tipus d'actiu pugen o baixen al mateix temps. Per tant, és d'esperar que la diversificació produeixi beneficis addicionals, amb un mateix nivell de risc. La diversificació suavitzca l'obtenció de resultats.

<sup>28</sup> Harry M. Markowitz i William F. Sharpe van rebre el Premi Nobel d'Economia, l'any 1990, per aquestat teoria, desenvolupada en els anys 1950.

<sup>29</sup> Per correlació s'entén la intensitat de la relació entre dos variables. El coeficient de correlació es mou entre -1 i +1. Un coeficient de correlació igual a -1 indica que les dos variables es mouen totalment a la inversa. És a dir, quan el preu d'un actiu puja un 10%, el preu d'un altre actiu baixarà un 10%. En canvi, si el coeficient de correlació és igual a +1, el preu dels dos actius varia exactament en la mateixa proporció. Per tant, quan el preu d'un actiu puja un 10%, el preu de l'altre actiu també pujarà un 10%. Quan la correlació és 0, les variables analitzades es comporten de manera independent.

Imaginem que una asseguradora ha establert que està disposada a assumir, com a màxim, un risc igual a 100. Posem per cas que té dos opcions d'inversió: deute públic d'un país desenvolupat, amb un risc de 80, i renda variable d'un país emergent, amb un risc de 120. Tenint en compte el nivell de risc prèviament fixat, aquesta asseguradora només podria invertir en la primera opció. Ara bé, com que la correlació entre aquests dos actius és negativa, el risc de fluctuació del preu es podria equilibrar mitjançant una diversificació òptima, i la companyia podria invertir en tots dos actius.

A l'annex 11.4 es pot consultar una matriu de correlacions entre diferents índexs, elaborada a partir de les dades publicades a la pàgina web dels fons d'inversió de Deutsche Bank que repliquen el comportament d'índexs (coneguts com a ETF, o *Exchange Traded Fund*), anomenada db X-trackers ([www.etf.db.com](http://www.etf.db.com)), on hi ha disponibles les correlacions entre 162 índexs, de diferents tipus (renda variable, renda fixa, crèdit corporatiu, monetaris, matèries primes, divisa, i alternatiu).

Si bé la diversificació és útil, no ho és tant en períodes de crisi. Per exemple, la correlació de la rendibilitat de la renda variable en diferents regions depèn de com evolucionin els mercats. En el 5% dels millor mesos, quan la rendibilitat mundial era del 7,4% o superior, els rendiments regionals tenien correlacions moderades. Però en el 5% dels pitjors mesos, quan la rendibilitat era de -8,4%, o inferior, les correlacions eren molt més elevades<sup>30</sup>.

L'**ALM**, o la gestió conjunta i coordinada dels actius i passius d'una entitat asseguradora, permet tractar els riscos, afiant-los, sense que perillin les obligacions de la companyia. Les principals tècniques associades a l'ALM són: (i) la gestió dels fluxos de caixa, (ii) la gestió del risc de tipus d'interès, mitjançant la immunització per duracions, i (iii) la utilització de derivats. Tot seguit, es tractarà el tema de l'ALM amb més profunditat.

**3 - Avaluació:** La recollida dels fruits, si n'hi ha hagut, sempre es compara amb l'índex de referència més adequat<sup>31</sup>, o amb el tipus d'interès lliure de risc, més una prima de risc, assignada a cada tipologia d'actiu, en funció de les seves característiques. A més a més, caldrà verificar que els rendiments obtinguts s'hagin aconseguit complint amb les necessitats imposades pels compromisos que té l'asseguradora.

Un cop finalitzada la descripció d'aquest procés analític d'inversió (planificació, realització i avaluació), cal puntualitzar que no totes les companyies asseguradores es troben en disposició de realitzar aquesta seqüència amb rigor professional. En aquests casos, la subcontractació de part del procés, o de tot el pro-

---

<sup>30</sup> Sigma (2010): La inversión de los seguros en un entorno mundial complicado. Swiss Reinsurance Company Ltd. Economic Research & Consulting. N° 5/2010

<sup>31</sup> Hi ha una gran varietat d'índexs de referència, o *benchmarks*, com els borsaris de gran capitalització (IBEX 35, S&P 500, o Eurostoxx 50), petita capitalització nord-americana (Russell 2.000), renda fixa (Citigroup World Global Bond Index All Maturities Eur), primeres matèries (o *commodities*, com el Hedge Fund Research US Global), o de tipus d'interès (Euribor 3 mesos, més un diferencial, per exemple).

cés, pot ser una opció a tenir en compte, si els recursos humans o tecnològics no estan prou preparats.

Delegar part de la gestió del patrimoni a grans gestores internacionals, i especialitzades, per tal d'assolir majors nivells de diversificació, sobretot en estils de gestió, però també per aprofitar el seu major coneixement en la selecció d'actius d'àrees geogràfiques que no resultin familiars a l'equip de gestió de la pròpia companyia asseguradora, pot ser una mesura encertada.

### 3.3. ALM

Arran del concepte d'ALM<sup>32</sup>, anteriorment esmentat, de gestió integrada de les decisions que afecten a l'actiu i al passiu, es poden segmentar les carteres en quatre tipus diferents: (1) Cartera ALM-Vida, (2) Cartera ALM-No vida, (3) Cartera no ALM, i (4) Cartera Lliure.

1. **Cartera ALM-Vida:** S'inclouen les inversions que cobreixen els passius del negoci assegurador de vida, i també compromisos per pensions garantides. La gestió està condicionada per les característiques de cost, risc assumit i termini del passiu de vida. El tipus d'interès tècnic garantit, la participació en beneficis, el risc biomètric, els rescats, i l'opcionalitat del passiu, condicionaran la política d'inversions a aplicar. Aquest tipus de cartera cobreix productes de l'estil: universal life, rendes, capitals diferits, i temporal anual renovable.
2. **Cartera ALM-No vida:** Es tracta de les inversions afectes a la cobertura de provisions de no vida. En aquest cas, la intensitat i la freqüència dels sinistres, per tipus de ram, marca la gestió de la cartera. Les característiques del passiu de no vida té la seva pròpia naturalesa i especificitats, que el diferencien del passiu de vida.
3. **Cartera no ALM:** Són les inversions que cobreixen compromisos no garantits, o que no estan cobrint compromisos de tercers. Així doncs, la gestió de l'actiu no està influenciada pel passiu, ja que el risc de l'actiu s'ha transmès al prenedor de l'assegurança. És el cas dels *unit link*.
4. **Cartera Lliure:** És el cas de les inversions que no cobreixen provisions. Es tracta dels recursos propis, i els excedents.

Les principals tècniques d'ALM són les següents:

---

<sup>32</sup> El Club de Gestión de Riesgos de España defineix l'ALM com a conjunt de tècniques i procediments utilitzades per assegurar una correcta presa de decisions d'inversió i finançament en una empresa, tenint en compte les relacions existents entre els diferents components del seu balanç, i que siguin coherents i òptimes amb els nivells de rendibilitat i risc que l'empresa estigui disposada a assumir.

1. **Gestió de fluxos de caixa:** L'adequació de fluxos (o *Cash Flow Matching*, CFM) es defineix com a la coincidència suficient en flux i quantitat dels fluxos de cobrament per atendre el compliment dels pagaments<sup>33</sup>. És a dir, CFM consisteix en crear una cartera, els actius de la qual generin uns fluxos (cupons o principal) que siguin adequats per atendre els pagaments puntualment.

Òbviament, en una companyia asseguradora, els pagaments són intrínsecament incerts, en venciment i en volum, i per tant l'harmonització de fluxos de caixa mai pot ser perfecta. Per tant, si no hi ha una coincidència exacta, en relació als saldos no casats, el gestor haurà d'espavilar-se a reinvertir els ingressos addicionals, i/o haurà d'assumir costos de finançament. Així doncs, la tasca del gestor consisteix en estimar el calendari de compromisos, i en buscar aquella combinació d'actius que aconseguixi assumir els costos programats, amb el menor cost.

2. **Immunització:** Un altre element clau de l'ALM és l'impacte de les fluctuacions dels tipus d'interès en els dos costats del balanç. Per tal de minimitzar aquesta distorsió, el gestor ha d'aconseguir que la duració<sup>34</sup> dels actius coincideixi amb la duració dels passius. També és recomanable que el valor actual de l'actiu sigui major o igual al valor actual del passiu, utilitzant el mateix factor de descompte per ambdues masses patrimonials. Es diu que una cartera de renda fixa està immunitzada quan el seu rendiment és immune a canvis en els tipus d'interès.
3. **Derivats:** La utilització d'aquests instruments financers, el valor del qual depèn del valor d'un actiu subjacent, facilita la gestió dels actius i els passius d'una asseguradora. Per exemple, es pot cobrir l'exposició a fluctuacions en els tipus d'interès contractant un *swap*<sup>35</sup>, mitjançant el qual s'intercanvien una sèrie de pagaments fixos per d'altres cobraments, el valor dels quals estigui lligat a un tipus d'interès variable, de mercat, com l'Euribor (en el capítol 6 es defineix aquest índex).
4. **Quantificació de l'excedent:** La valoració dels actius i els passius serveix per tal d'identificar l'excedent financer de la companyia.

---

<sup>33</sup> Ordre Ministerial 23/12/1998 i OM 16/02/2007 de la DGSFP.

<sup>34</sup> La duració és un concepte desenvolupat per Macaulay, l'any 1938. Indica el temps mig ponderat fins al venciment dels fluxos que genera un bo de renda fixa, on el ponderador és el valor descomptat de cada flux. La duració modificada és la mesura matemàtica de risc de mercat dels actius de renda fixa per excel·lència. És la sensibilitat del preu a moviments en els tipus d'interès. Per exemple, si un bo té una duració modificada de 2, significa que, si pugen els tipus d'interès un 1%, el preu del bo baixarà un 2%.

<sup>35</sup> Un *swap* és un instrument derivat, mitjançant el qual dues parts s'obliguen a permutar-se unes quantitats de diners en unes dates futures. Hi ha swaps de tipus d'interès, de divises i d'accions.



### 3.4. Control de riscos financers

La gestió de les inversions implica una vigilància constant dels riscos financers assumits, per tal de que no s'excedeixin els límits establerts. Més endavant, en el capítol 4, dedicat a Solvència II, s'enumeren d'altres riscos, més lligats a la idiosincràsia asseguradora, com són els riscos de subscripció, de reassegurança, de gestió de la sinistralitat, o el risc de càlcul de provisions.

**1. Identificació:** Els principals riscos financers a monitoritzar són els següents:

- Risc de mercat: resumidament, canvis en els preus.
- Risc de crèdit: deteriorament de la capacitat de pagament de la contrapart<sup>36</sup>.
- Risc de liquiditat: impossibilitat de vendre sense patir una disminució en el preu; és propi de mercats amb pocs participants.
- Risc de concentració d'emissor
- Risc de concentració geogràfica
- Risc de concentració sectorial
- Risc de divisa
- Risc de tipus d'interès
- Risc de compliment legal
- Risc operacional

**2. Organigrama:** En relació a l'estructura organitzativa, la definició dels límits dels riscos correspon al consell d'administració, o a la direcció general, o al comitè d'inversions. I els encarregats de vigilar-ne el compliment és el departament del middle-office, o el departament de control de riscos. Altres departaments involucrats en matèria d'inversions són el departament tècnic (elabora la informació relativa al passiu, aspecte que condiciona els objectius estratègics), i el departament d'auditoria interna (verifica el compliment dels circuits establerts, i vigila que no hi hagi frau).

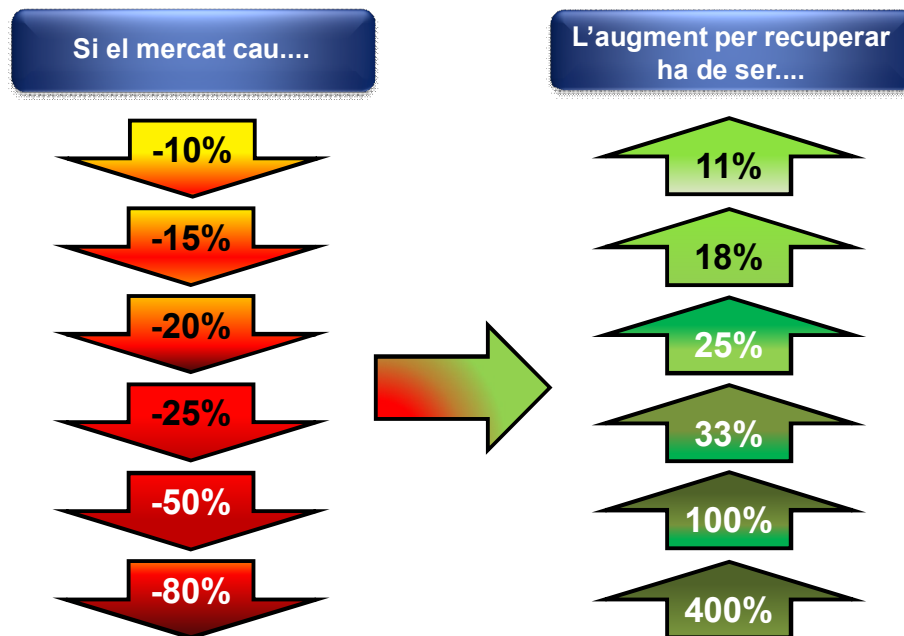
Cada asseguradora té la seva pròpia organització, en funció de la seva mida i recursos, però també en funció de la sensibilització de l'equip directiu en front d'aquestes qüestions. En tot cas, per cada nivell jeràrquic, ha de quedar clara la determinació dels límits de responsabilitat, concretant les tasques que realitza cada treballador, i qui n'és el responsable.

---

<sup>36</sup> Per exemple, Fitch xifra la mitjana d'impagats en emissions de renda fixa corporativa d'alt rendiment (*high yield*), en un 4,8%, en el període 1980-2008. En canvi, en les èpoques de bonança, en el període 1997-2008, la mitjana va ser del 0,9%.

3. **Conscienciació:** El control del risc, per part dels gestors de les inversions de les entitats asseguradores, ha de ser obsessiu, ja que, si s'aconsegueixen limitar les pèrdues, els augments necessaris per recuperar el nivell inicial seran més factibles, tal i com il·lustra el gràfic 3.6.

Gràfic 3.6.- Descensos i augments percentuals



4. **Mesurament:** En referència a la quantificació de riscos, es parla de quatre models diferents:

- Mètode estàtic: analitzen el risc en un moment fixe en el temps.
- Mètode dinàmic: analitzen el risc al llarg del temps.
- Mètode determinista: projecten diferents escenaris, però sense tenir en compte la probabilitat d'ocurrència.
- Mètode estocàstic: projecten diferents escenaris, i tenen en compte la probabilitat d'ocurrència.

5. **Valoració:** Fins ara s'ha parlat de riscos, i de com mesurar-los. La valoració consisteix en identificar un preu, i aplicar-lo a la quantitat de títols d'aquell actiu que posseeixi l'asseguradora. Hi ha diferents formes de valorar un títol:

- **Mark-to-Market (MTM):** és el preu d'un mercat organitzat<sup>37</sup>, líquid i profund, on hi ha tantes transaccions, i de tants volums diferents, que

<sup>37</sup> Un actiu serà apte per cobertura de provisions si està admès a cotització en un mercat regulat dins l'àmbit de l'Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmic (OCDE), i sigui susceptible de tràfic generalitzat i impersonal, segons l'article 50.1.a), del Reial Decret 239/2007, de 16 de febrer.

no hi ha risc de liquiditat. És a dir, hi ha tants participants en el mercat, que cap agent és capaç de modificar el preu amb el seu comportament, i per tant no hi ha risc de patir una disminució significativa en el preu, com a conseqüència de que no hi ha prou compradors. Els preus, en aquest tipus de mercat regulat, són públics, i reflecteixen operacions realment dutes a terme.

- **Mark-to-Model (MTMODEL):** hi ha títols de renda fixa que, per diverses raons<sup>38</sup>, no són prou líquids. Així doncs, caldrà aplicar models teòrics, com (a) el descompte de fluxos futurs estimats (establint una estructura temporal de tipus d'interès, i un *spread*, segons les característiques del títol), (b) la valoració d'opcions, o (c) la valoració de contrast, o alternativa (en referència a preus observats en transaccions recents).
- **Altres:** si no es poden aplicar les tècniques anteriors, l'actiu es valorarà pel seu cost d'amortització, o pel seu preu d'adquisició, o cost de producció, minorat, si s'escau, per les partides correctores de valor que li puguin correspondre.

A banda de la valoració dels actius, el departament tècnic de l'asseguradora realitzarà la valoració dels passiu (o *Best Estimate Liability*).

En termes de regulació, l'article 52 del Reial Decret 239/2007, de 16 de febrer, estableix les normes de valoració de les inversions de les provisions tècniques. Per cada tipus d'actiu, es detalla el procediment a seguir.

6. **Supervisió:** El supervisor exigeix el control dels **límits operatius**, o d'exposició (per exemple, no tenir més d'un determinat percentatge en un únic emissor). Però el supervisor també controla **límits sobre mesures de risc** (per exemple, la duració), sempre i quan siguin fàcils de replicar. Quan el supervisor basa la seva tasca d'inspecció en mesures d'aquest tipus (límits operatius i límits de risc senzills), es diu que el supervisor aplica un **model standard**, que és igual per tots els participants del mercat.

No obstant això, també hi ha models de supervisió basats en **models interns**, més sofisticats, i centrats en el càlcul de probabilitats. Solvència II fomentarà la implantació d'aquests models interns, en funció de la capacitat de les companyies d'adaptar-s'hi, progressivament. Aquests models interns són difícils de verificar, ja que utilitzen molta informació complementària (volatilitats, correlacions, matrius de transició de ratings, severitats, i distribucions de probabilitat), i això dificulta l'automatització de la verificació.

---

<sup>38</sup> És el cas d'emissions petites, de col·locacions privades, o de productes estructurats complexos. Però també és el cas d'emissions standards, en determinats moments de turbulències de mercat, o de pànic.

Algunes mesures del model standard, pel que fa al risc de mercat i al risc de crèdit són les següents:

- Risc de mercat en renda fixa: duració modificada, duració de Macaulay, dispersió, duracions parcials; en definitiva, mesures matemàtiques.
- Risc de mercat en renda variable: coeficients en funció de:
  - Pertinença a índex representatius o no representatius
  - Liquiditat de l'actiu
  - Diversificació
  - Pertinença a sectors o països
- Risc de mercat en divises: coeficients per divises i països
- Risc de crèdit:
  - Coeficients de rating
  - Rating mig
  - Pèrdua esperada
- Risc de concentració: percentatges màxims d'exposició.

I pel que fa al model intern, alguns dels instruments són els següents:

- Risc de mercat: Value at Risk (VaR) històric, VaR paramètric, VaR numèric, VaR incremental, i proves de tensió (*stress testing*, o estimació de les pèrdues potencials, en un escenari de caiguda dels mercats). En general, el VaR quantifica la pèrdua màxima esperada, en un horitzó temporal determinat (habitualment, un any), en condicions de mercat normals, i amb un interval de confiança determinat (normalment, el 95%)<sup>39</sup>. El VaR és una mesura probabilística.
- Risc de crèdit: els "Internal Ratings Based Approach" mesuren la pèrdua esperada per risc de crèdit. També són mesures probabilístiques.

**7. Documentació:** El legislador ha estipulat que les institucions asseguradores duguin un registre detallat, anomenat llibre d'inversions<sup>40</sup>. Aquest inventari comprendrà totes les dades necessàries per una adequada gestió de les inversions, conforme a les característiques de cada actiu (descripció, situació, assignació a una cartera, valoració comptable, valoració a efectes de cobertura de les provisions tècniques, i entitat dipositària). S'ha de realitzar trimestralment.

Adicionalment, d'altra banda, cada entitat pot elaborar més documentació, i amb la periodicitat que estimi convenient, en funció del grau de sofisticació, o de burocràcia, que tingui la seva estructura jeràrquica: informe d'operacions realitzades, informe de rendibilitats obtingudes, docu-

---

<sup>39</sup> JP Morgan va ser la primera institució en utilitzar el VaR amb convicció, i va desenvolupar la seva metodologia a través d'una filial, RiskMetrics Group, que en va automatitzar el càlcul, i va fer extensiva la seva base de dades a tota la comunitat inversora. Posteriorment, també van desenvolupar CreditMetrics.

<sup>40</sup> Article 65.1.e, del Reial Decret 239/2007, de 16 de febrer.

ment de control de tresoreria, seguiment dels límits establerts en la política d'inversions, informe de distribució d'inversions,...

- 8. Mapa de riscos:** En el dia a dia del negoci, es van prenent decisions que poden afectar negativament la consecució dels objectius fixats. Per tant, és bo elaborar una descripció dels diferents riscos que afronta l'empresa, especificant les causes, les possibles conseqüències, i els responsables. En aquest continu procés de millora que qualsevol empresa hauria de dur a terme, el departament financer d'una asseguradora també hi ha d'estar involucrat. Cal identificar els possibles riscos, quantificar la probabilitat d'ocurrència, avaluar la intensitat del dany, analitzar l'efectivitat dels controls existents, i recomanar nous controls per seguir reduint l'impacte dels riscos. El mapa de riscos és un croquis, un gràfic, on es plasmen aquestes contingències.

Alguns dels possibles riscos, vinculats al món de la gestió d'actius, que es poden incloure en el mapa de riscos són: revisió dels tipus d'interès efectivament abonats (en compte corrent i en dipòsits), aplicació correcta de les condicions pactades amb els intermediaris, verificació de que els preus pactats en les operacions de compra i venda són els realment aplicats, comprovació de la correcta liquidació dels cupons i dividends, contrast de valoració dels actius entre l'entitat dipositària i una font independent, frau, verificació de compliment de les característiques que defineixen l'aptitud per cobertura de provisions tècniques,...

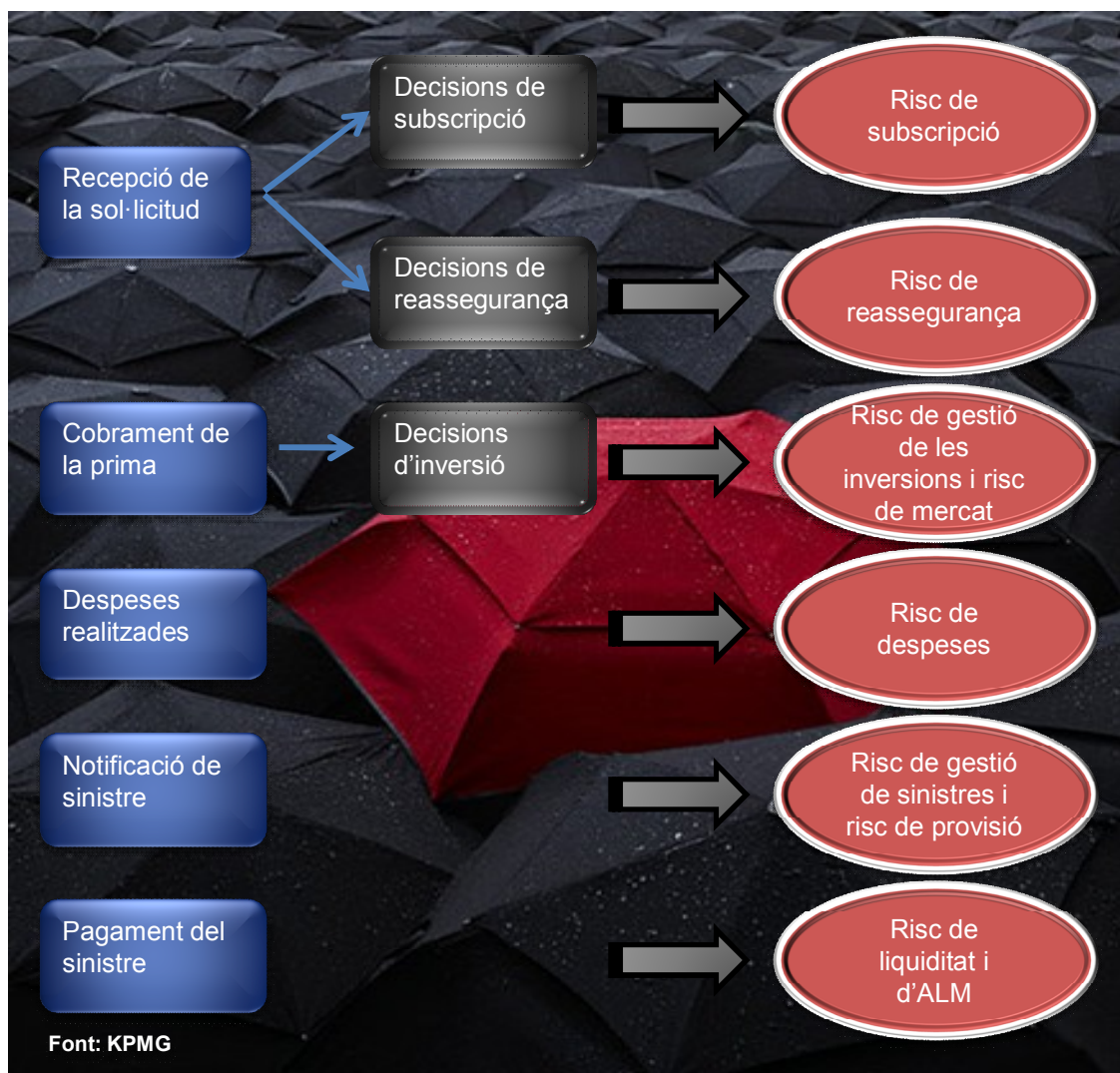
L'objectiu del mapa de riscos és prevenir i reduir riscos, a nivells tolerables. Però cal tenir en compte que no tots els riscos són transferibles, i que aprofundir en la prevenció té costos, que poden sobrepassar els beneficis derivats de no incórrer en aquests riscos.



## 4. Solvència II

La solvència és un dels fonaments de l'assegurança, i per això mateix, qualsevol canvi en el marc regulador que afecti a la fortalesa de les institucions asseguradores s'ha de realitzar amb prudència. I tant és així, que la Comissió Europea va engegar fa 10 anys aquest exercici tècnic i legislatiu tant ambiciós, on la supervisió es basa en mesurar el risc dels actius i els passius: Solvència II<sup>41</sup>. El gràfic 4.1 mostra els riscos als quals està exposat el negoci assegurador.

Gràfic 4.1.- El cicle del negoci assegurador i els seus riscos<sup>42</sup>



<sup>41</sup> Directiva 2009/138/CE del Parlament Europeu i del Consell, de 25 de novembre de 2009, sobre l'assegurança de vida, l'accés a l'activitat de l'assegurança i de la reassegurança, i el seu exercici (Solvència II).

<sup>42</sup> KPMG (2002): *Study into the methodologies to assess the overall financial position of an insurance undertaking from the perspective of prudential supervision*. The European Commission.

## 4.1. Aspectes claus de la normativa

El projecte Solvència II entrarà en vigor l'1 de gener de 2013, en l'àmbit de l'assegurança privada de les companyies que operin en l'Espai Econòmic Europeu (EEE)<sup>43</sup>. Solvència II suposarà un pas més en la integració dels mercats asseguradors europeus.

L'objectiu de Solvència II és triple: (i) generar un sector assegurador més competitiu, (ii) crear un mercat més transparent i atractiu per als inversors, i (iii) aprofundir en la defensa dels consumidors.

Solvència II s'estructura en base a tres pilars, o àrees temàtiques. El Pilar I té caràcter quantitatiu, mentre que el Pilar II i el Pilar III són de naturalesa qualitativa:

- Pilar I: establir els capitals regulatoris (SCR i MCR), valoració d'actius i passius i normes d'inversió.
- Pilar II: supervisió, govern corporatiu i gestió interna del risc
- Pilar III: transparència i disciplina de mercat

**A - Pilar I:** Els requeriments actuals de Solvència I se centren en cobrir els riscos derivats de les pòlisses. En canvi, sota el futur marc normatiu de Solvència II, el capital haurà de cobrir el risc de mercat (per exemple, la pèrdua de valor de les inversions, que hauran de ser valorades a preus de mercat), el risc de crèdit (per exemple, l'incompliment de les obligacions de pagament d'un deute), el risc operatiu (per exemple, interrupcions de negoci, o el frau), i el risc actuarial.

El capital de solvència obligatori es calibrarà amb regles uniformes, de manera que inclogui tots els riscos quantificables als quals l'entitat té exposició. S'han definit dos nivells de capital regulatori:

- Capital de Solvència Obligatori, o **SCR** (*Solvency Capital Requirements*): és un model de càlcul basat en riscos; és el capital suficient per satisfer les obligacions de pagament d'una asseguradora durant un any, amb un grau de confiança del 99,5%. El càlcul es pot basar en la fórmula standard, o en un model intern aprovat<sup>44</sup>.
- Capital Mínim Obligatori, o **MCR** (*Minimum Capital Requirements*): és un model de càlcul més senzill, ja que, o bé serà una quantitat fixa, o bé serà un percentatge del SCR.

<sup>43</sup> L'Espai Econòmic Europeu (EEE) està format pels 27 Estats Membres de la Unió Europea, més Islàndia, Liechtenstein i Noruega. En total, 30 països.

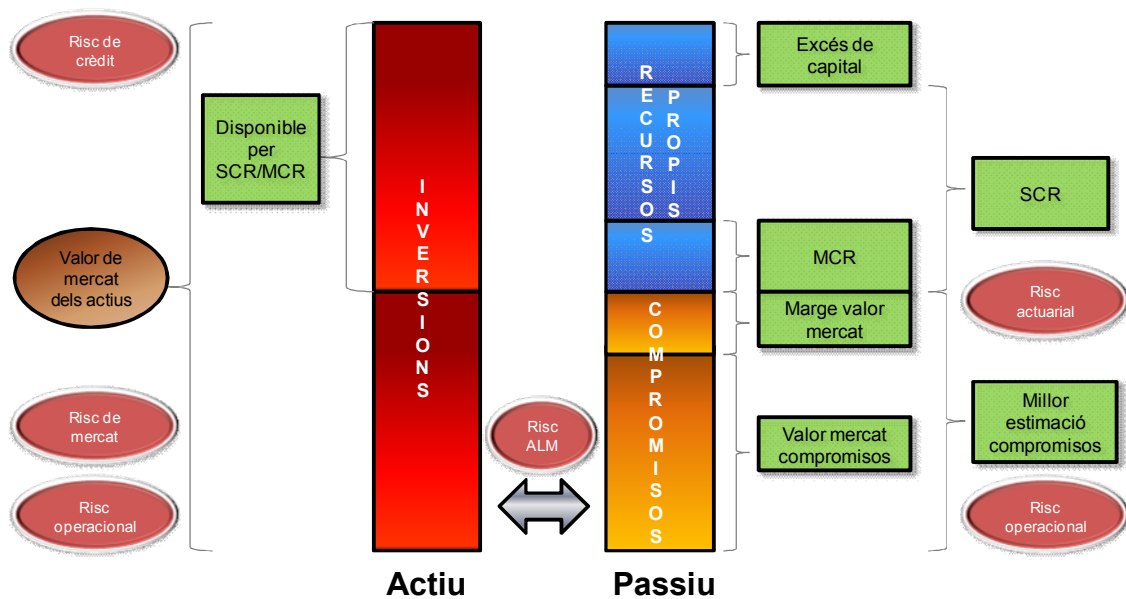
<sup>44</sup> Article 100 de la Directiva 2009/138/CE del Parlament Europeu i del Consell, de 25 de novembre de 2009. Aquest model intern està regulat en els articles 112 a 127 de la Directiva, i ha de ser prèviament aprovat per la DGSFP.



La solvència d'una asseguradora es determina comparant el capital disponible (diferència entre el valor de mercat dels actius i els passius), amb el capital requerit (és a dir, el MCR i el SCR, formant el primer part del segon). Si el capital disponible és superior al capital requerit, l'asseguradora té un excedent. Si no, té un dèficit.

El gràfic 4.2 il·lustra el balanç d'una companyia asseguradora, sota la perspectiva dels riscos i els coixins de capital, segons el nou acord de Solvència II.

Gràfic 4.2.- El balanç segons Solvència II



Font: Área XXI (2009): *Modelos internos y Solvencia II*

**B - Pilar II:** Solvència II també suposarà un canvi en el model de supervisió. S'evolucionarà des de l'actual vigilància dels requisits de capital (Solvència I), cap a una vigilància més sofisticada, basada en l'avaluació del perfil de risc, l'avaluació de la gestió d'aquests riscos, i la qualitat dels sistemes de govern interns. D'altra banda, Solvència II incorpora la figura del supervisor de grup, que vigilarà els grups i conglomerats que operin en més d'un Estat Membre. Això procurarà no passar per alt riscos globals.

**C - Pilar III:** Solvència II implantarà normes sobre la publicació d'informació, de manera que tant els consumidors com els inversors estiguin assabentats del capital disponible de les companyies asseguradores, així com l'exposició i valoració de riscos, els processos de gerència, la política d'inversions, i la visió de la pròpia companyia, referent al comportament del mercat i el desenvolupament de les seves àrees de negoci.

Solvència II modificarà gradualment l'assignació d'actius de les companyies asseguradores, que passaran a invertir en funció de la càrrega de capital. No serà l'únic criteri, però es preveu que tingui un impacte en els propers anys. Això transformarà la demanda i alterarà els preus d'alguns actius. Es vaticinen moviments des de les inversions a llarg termini, cap al curt termini; un major atractiu dels bons amb elevada qualificació creditícia; la diversificació en la possessió de grans actius; major desig per les cèdul·les; i més predisposició a contractar dipòsits<sup>45</sup>.

Actualment, la principal preocupació del sector assegurador mundial són les noves exigències de regulació, i la disponibilitat de capital. La majoria d'agents del mercat considera que el compliment de la nova regulació implicarà un increment en el costos de gestió, i això els distraurà del negoci<sup>46</sup>.

Per tenir una idea de la complexitat de la regulació imposada per Solvència II, i del repte que suposa per totes les parts, es pot recordar el dictamen del Consell Econòmic i Social (CES)<sup>47</sup>, sobre l'avantprojecte de Llei de Supervisió de les Assegurances Privades. El CES considera que la DGSFP no té els mitjans materials, tècnics ni humans suficients per supervisar la implantació de la futura legislació de Solvència II.

## 4.2. Cronologia

Solvència II constitueix la primera aplicació, en l'àmbit de les assegurances, d'un nou procediment en l'elaboració de la normativa comunitària de serveis financers, conegut com a "procediment Lamfalussy".

Les autoritats de les institucions europees volien disposar de mecanismes d'elaboració de normes més àgils, que tinguessin capacitat d'adaptació a les innovacions que van desenvolupant els serveis financers. Un comitè de savis, dirigit pel Baró de Lamfalussy, va efectuar unes recomanacions pels mercats de valors, que després es van estendre als mercats de les assegurances i el crèdit. És un sistema d'elaboració de normes estructurat en diversos nivells. El Nivell 1 regula els principis generals, en una Directiva Marc, aprovada pel Parlament Europeu i el Consell. El Nivell 2, elaborat per un comitè de reguladors, desenvolupa els principis generals anteriors. El Nivell 3 conté les directrius que els supervisors hauran d'aplicar en cada cas, respecte cada norma d'implantació. I finalment, el Nivell 4 reserva a la Comissió Europea la vigilància de que tota la normativa s'apliqui homogèniament en tots els Estats Membres.

---

<sup>45</sup> Fitch Ratings (2011): *Solvency II poised to reshape asset allocation in capital markets*.

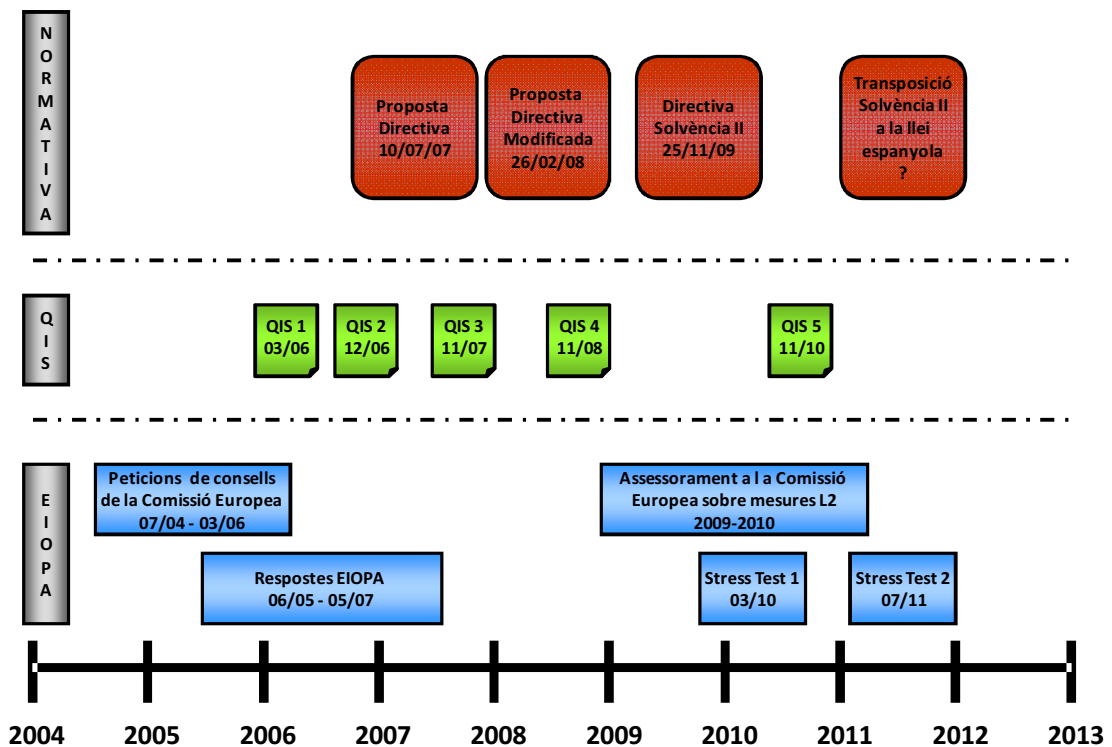
<sup>46</sup> Enquesta "Insurance Banana Skins 2011. The CSFI survey of the risks facing insurers", elaborada per PricewaterhouseCoopers i The Centre for the Study of Financial Innovation (CSFI) entre 490 agents del mercat assegurador (entitats, corredors, reguladors, analistes acadèmics, i reassuradors), de 40 països diferents. Va ser publicat el maig de 2011.

<sup>47</sup> Dictamen 6/2011 del Consell Econòmic i Social, sessió ordinària del ple de 19 de maig de 2011.

La Directiva 2009/138/CE té la consideració de Directiva Marc, i serà completada amb mesures d'execució dictades per la Comissió Europea, i per l'Autoritat Europea d'Assegurances i Pensions de Jubilació (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*, o EIOPA). Tot el procés ha estat presidit per la màxima transparència davant les associacions professionals.

A continuació, el gràfic 4.3 resumeix el procés constitutiu de Solvència II, ressaltant la normativa, els simulacres que s'han efectuat (QIS), i el paper d'EIOPA.

Gràfic 4.3.- Full de ruta de Solvència II



Font: Elaboració pròpia a partir de les memòries anuals d'EIOPA, dels anys 2005-2008.

L'any 1973, la Comunitat Econòmica Europea va establir, per primer cop, una directiva<sup>48</sup> que regulava el marge de solvència de les entitats asseguradores que operessin en el ram de no vida. Sis anys més tard, l'any 1979, es va regular la solvència de les asseguradores de vida. Aquest marc legislatiu es va conèixer com a **Solvència 0**. Les principals característiques d'aquest sistema eren:

- S'havien de constituir unes provisions tècniques, que permetessin cobrir els riscos que assumeixen.
- Les inversions havien de ser segures, i ben diversificades.

<sup>48</sup> Directiva 73/239/CEE, de 24 de juliol de 1973.

- A més de les provisions tècniques, les asseguradores havien de disposar d'uns recursos propis (capital més reserves), no compromesos, amb els quals poguessin fer front a esdeveniments inesperats.

Amb aquest sistema, a més riscos subscrits (major volum de negoci), més grans havien de ser els recursos propis. Però no es tenia en compte la naturalesa del risc subscrit.

El sempre canviant entorn competitiu va impulsar a les autoritats europees a revisar la legislació, i la Comissió Europea va publicar, l'any 1999, un parell d'informes sobre la qüestió de la solvència<sup>49</sup>. Es volia acabar amb les fórmules genèriques, que no particularitzaven els riscos. Les Directives Asseguradores de Tercera Generació es feien ressò de la necessitat de revisar les normes de solvència.

L'experiència dels atacs terroristes de les Torres Bessones, a Nova York, al setembre de 2001, i el posterior impacte d'aquest esdeveniment en el món reassegurador, van impulsar les institucions a seguir reforçant el sector. La Comissió Europea va modificar la normativa, i va aprovar **Solvència I** (Directiva 2002/12/CE, de 5 de març de 2002, per vida, i Directiva 2002/13/CE, de 5 de març de 2002, per no vida). Solvència I imposava requisits de capital simple.

Més endavant, la Directiva 2002/83/CE, de 5 de novembre de 2002, mitjançant la qual es van refundre les directives sobre assegurances de vida, va donar al marge de solvència la consideració d'esmoreïdor enfront de fluctuacions adverses.

Posteriorment, l'any 2004, l'aprovació de Basilea II, el marc legislatiu corresponent a les exigències de capital de les entitats de crèdit, va suposar un nou estímul. D'aquesta normativa, Basilea II, els legisladors del món de l'assegurança van agafar la referència de l'estructura regulatòria en tres pilars, que després seria aplicada a Solvència II. Per això mateix, alguns acadèmics es refereixen a Solvència II com la "Basilea dels asseguradors".

A partir de juliol de 2004, la Comissió Europea va dirigir diverses peticions de consells al CEIOPS<sup>50</sup> (posteriorment, EIOPA), que van ser ateses en els mesos successius. En nom de la Comissió Europea, el CEIOPS ha dut a terme una sèrie de simulacres, concretament, cinc, per tal d'avaluar l'impacte de la regulació, i facilitar una transició gradual cap al nou règim. Es tracta dels Estudis Quantitatius d'Impacte (o *Quantitative Impact Study*, QIS). Les entitats asseguradores han participat voluntàriament, en aquestes simulacions.

---

<sup>49</sup> "The review of the overall financial position of an insurance undertaking", i "Solvency margin review".

<sup>50</sup> El CEIOPS és el Comitè Europeu de Supervisors d'Assegurances (Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors). A partir de l'1 de gener de 2011, aquest organisme comunitari ha desaparegut, i ha sigut substituït per l'EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority). És un organisme consultiu independent, que assessora al Parlament Europeu, i al Consell de la Unió Europea.

El 10 de juliol de 2007, la Comissió Europea va adoptar la Proposta de Directiva Solvència II. El 26 de febrer de 2008, es va publicar una versió esmenada. A continuació, el juny de 2008, el Parlament Europeu va fer més de 800 esmenes. Finalment, el 25 de novembre de 2009 es va aprovar **Solvència II**. Tota aquest procés burocràtic dona idea de la centralitat de la qüestió de la solvència.

Actualment, s'està tramitant l'avantprojecte de la llei de supervisió de les assegurances privades, l'objectiu del qual és la transposició a l'ordenament jurídic espanyol de la Directiva 2009/138/CE, del Parlament Europeu i del Consell.

El mes de març de 2011, EIOPA va publicar els resultats del QIS 5, que es resumeixen en el quadre 4.1. El test s'havia realitzat durant els mesos d'agost a novembre de 2010. A nivell espanyol van participar 138 entitats<sup>51</sup>, que representaven més del 90% del volum de negoci del sector assegurador estatal. Els requeriments de capital pujarien, i el rati de solvència baixaria, des del 261,5% actual, de Solvència I, fins a 171,5%. Només 10 entitats no assolirien el SCR, i d'aquestes 10, tres no assolirien el MCR. Amb les exigències de capital actualment vigents, hi ha un excés de 16.080 milions d'euros. Amb el QIS 5, en canvi, aquest excedent s'ha reduït, fins als 12.300 milions d'euros. A nivell europeu, l'excedent s'ha xifrat en 425.000 milions d'euros<sup>52</sup>.

**Quadre 4.1.- Comparativa ratis de solvència a Espanya, 2011**

<b>Comparativa ratis de solvència a Espanya, 2011</b>				
	<b>Vida</b>	<b>No Vida</b>	<b>Mixtes</b>	<b>Totes</b>
Solvència I	196,0%	275,7%	304,4%	216,5%
QIS 5	143,0%	172,3%	216,5%	171,5%

Font: EIOPA

Finalment, cal destacar l'elaboració de dos stress test, o proves de resistència, per part d'EIOPA. L'últim estudi es va dur a terme entre els mesos de març i juliol de 2011, a nivell europeu, entre 58 grups i 71 companyies, sotmeses a un escenari de deteriorament econòmic accentuat. Només 13 companyies no assolirien el nivell de MCR. També es va comprovar la resistència de les empreses asseguradores a entorns inflacionaris. En aquest cas, 10 companyies no van assolir el MCR. Es faran stress test anualment.

<sup>51</sup> Van participar-hi 40 entitats més que en el QIS 4, un 43% més. Per tenir una idea de l'elevada complexitat de la realització d'aquest tipus de simulacions, l'excel a complimentar té més de 5.000 cel·les, 332 pàgines d'especificacions tècniques, i 223 pàgines de preguntes freqüents.

<sup>52</sup> Segons la directora general del CEA, Michaela Koller



## 5. La reforma del sistema financer

No és objecte d'aquest estudi realitzar una descripció detallada del nou marc regulador que afectarà la banca a partir de 2019, però sí val la pena fer-ne una pinzellada, degut a les fortes vinculacions existents entre el sector bancari i l'assegurador. A més a més, el sector financer és el principal sector receptor d'inversions del sector assegurador, tal i com mostra el quadre 3.3. (39,39%, l'any 2010), i per tant convé conèixer la seva evolució.

El sistema financer internacional porta dos anys i mig inmers en una transformació profunda, que encara no ha acabat. Fins ara, el sector bancari ha viscut un fort procés de consolidació, empès pels estats i per la pròpia indústria. El diner públic injectat va evitar que la crisi es generalitzés, i va reestablir la confiança dels dipositants en les entitats. Des de setembre 2008, quan Lehman Brothers va fer fallida, la banca ha estat operant en un àmbit econòmic advers, amb una demanda dels seus clients molt feble, i en un entorn de baixos tipus d'interès de referència, fet que limita l'amplitud del marge d'intermediació.

En aquest nou escenari, reguladors, supervisors, directius i acadèmics s'han vist forçats a establir unes noves normes de joc, amb el propòsit de reduir la probabilitat de reviure una crisi d'aquesta magnitud, i amb el desig de crear un sistema bancari més solvent, que contribueixi al creixement econòmic global d'una manera més estable.

### 5.1. Basilea III<sup>53</sup>

L'organisme encarregat de dissenyar Basilea III és el Banc de Pagaments Internacional (BPI). Bàsicament, Basilea III exigirà **més capital<sup>54</sup>, i de més qualitat<sup>55</sup>**, introduint, a més a més, uns requeriments de capital més flexibles al llarg del cicle econòmic. Així doncs, les entitats tindran incentius per acumular capital en època de vaques grasses, per tal de poder-ne disposar quan arribin les vaques magres. El BPI ha establert un calendari d'adaptació als nous requeriments, per tal de que les entitats s'hi puguin acollir gradualment, entre 2013 i 2019. L'objectiu d'aquesta mesura és esmorteir, afeblir la prociclicitat del sistema financer. En aquest sentit, cal reconèixer el mèrit del Banc d'Espanya, que ja va introduir les provisions genèriques anticíclics en els moments d'expansió del crèdit immobiliari, l'any 2000, avançant-se a Basilea III.

---

<sup>53</sup> A l'annex 11.5 hi ha una descripció més detallada dels canvis introduïts per Basilea III, així com un sumari dels aspectes més destacats de Basilea I i Basilea II.

<sup>54</sup> El core Tier 1 és el capital de més qualitat d'una entitat. Inclou els fons propis (accions més reserves), més les participacions preferents. Els requeriments actuals, a la Unió Europea, són del 2%. Amb Basilea III, aquest nivell pujarà al 4,5%. Les últimes proves d'stress realitzades a Europa, han exigint un nivell del 5%.

<sup>55</sup> El càlcul de les provisions creditícies es realitzarà en funció de la pèrdua esperada (Probability Default, PD) i de la severitat de la pèrdua esperada (Loss Given Default, LGD).

L'altre aspecte exigít per Basilea III és l'establiment de **nous mínims de liquiditat, més elevats** que els anteriors nivells. D'aquesta manera, les entitats podran resistir millor els períodes de sequera, que s'han produït recentment en els mercats de capitals internacionals.

El BPI opina que les entitats bancàries es podran recapitalitzar a través de dos mecanismes: (i) la generació de beneficis, i (ii) noves emissions de capital. Ara bé, tot i que el calendari d'implantació sembla prou generós, el mercat ja comença a exigir a les entitats que compleixin amb Basilea III abans d'hora, tant pel que fa a nivells de solvència, com de liquiditat. El compliment de Basilea III, ara, ja s'està convertint en una eina que discrimina les entitats fortes de les dèbils.

Tenint en compte l'anèmia de la demanda del consumidor particular, totalment justificada en el procés de desapalancament que està vivint l'economia domèstica, la taxa de creixement del crèdit seguirà propera a zero. Amb aquests nivells d'activitat baixos, per tant, és difícil generar resultats positius. Així doncs, és del tot previsible que hi hagi una allau d'emissions. Serà el mercat de capitals capaç d'absorbir aquestes necessitats de recapitalització generalitzades?<sup>56</sup> És més, serà el mercat capaç d'absorbir tot aquest nou paper, en un context com l'actual, on els tresors públics de la majoria de països desenvolupats també emeten deute a tot ritme? El temps ho dirà.

Sense cap mena de dubte, les entitats hauran d'oferir majors interessos, per tal de persuadir als inversors. Aquest encariment dels costos de finançament serà repercutit en els tipus d'interès que cobrin les entitats financeres als seus clients. Al capdavant, les entitats són intermediaris que canalitzen l'estalvi cap al sistema productiu. Un dels efectes no desitjats d'aquesta nova regulació podria ser que les empreses petites vegin dificultat l'accés al crèdit, i es podria veure disminuït el creixement potencial de l'economia.

Una altra de les mesures adoptades per Basilea III és la **prevenció dels riscos sistèmics**. És a dir, es persegueix l'objectiu d'evitar que les entitats que són "massa grans per caure" (*too big to fail*) assumeixin riscos desorbitats, ja que la seva fallida desencadenaria la paralització del sistema financer. Aquestes entitats es coneixen com a SIFI (Systemically Important Financial Institution).

Per exemple, a Suïssa, l'únic país on ja s'ha implantat aquesta proposta, s'ha establert un capital regulador mínim total del 19%, més del doble de l'exigít per Basilea III, ja que les seves principals entitats financeres, UBS i Credit Suisse, tenen actius que més que doblen el PIB de Suïssa. Com podria l'estat suís rescatar qualsevol d'aquestes entitats? Cada jurisdicció haurà de definir què és una SIFI, en funció de la mida, i la interconnexió amb la resta d'entitats.

---

<sup>56</sup> L'estudi d'Aspachs-Bracons, Bulach, Gual i Jódar-Rosell (2010): *Cap a una nova arquitectura financer*, Documents d'Economia, núm. 18, "la Caixa" xifra aquestes necessitats de recapitalització per al conjunt del sistema financer espanyol en 36.000 milions d'euros. Pel que fa a liquiditat, es necessitaran 185.000 milions d'euros.



Basilea III no fomentarà la internacionalització de la banca. Les entitats veuran penalitzades aquelles posicions en d'altres entitats financeres, sempre i quan no en tinguin el control total. Per tant, el panorama internacional actual podria canviar, ja que la inversió parcial en d'altres bancs internacionals consumirà més capital.

Per acabar el repàs de les principals disposicions establertes per Basilea III, cal assenyalar que els bancs s'hauran de deduir, del càlcul del Core Tier 1, la totalitat de la seva inversió en entitats asseguradores. Això implica que, la venda de productes bancaris, a través d'una filial asseguradora, serà més car, en termes de consum de capital. De fet, els primers moviments tàctics en el mercat global ja s'han donat<sup>57</sup>. El regulador persegueix l'especialització, però també caldria tenir en compte que diversificar posicions en dos negocis financers relacionats, com són la banca i les assegurances, especialment del sector vida, podria mitigar riscos.

## 5.2. Proves d'esforç

El tret de sortida de la crisi financera global va ser el dia 1 d'agost de 2007, quan Bear Sterns va declarar que no podia calcular el valor liquidatiu de dos dels seus fons d'hipoteques subprime<sup>58</sup>, perquè el valor dels seus actius era zero. La pilota va anar creixent, i la resta ja és història. Les entitats havien acumulat excessius riscos, i els supervisors no havien previst com evolucionarien les institucions financeres en un entorn econòmic tant advers com el que s'ha viscut.

Calia, doncs, establir proves de resistència, per tal de determinar la salut del sistema. L'exercici va consistir en definir un escenari molt negatiu, calcular-ne l'efecte sobre les entitats bancàries, i fer-ne públics els resultats. L'objectiu d'aquest exercici era doble. Per una banda, la transparència hauria de restaurar la confiança dels inversors en el conjunt del sistema. Per l'altra, la identificació de les entitats menys resistents permetria al supervisor saber quines entitats hauria de motoritzar amb més cura.

La Reserva Federal dels Estats Units va fer la primera prova de resistència al maig de 2009. Va sotmetre 19 institucions, que representaven dos terços dels actius de tot el sistema. I va concloure que 10 bancs<sup>59</sup>, en una situació molt adversa, incomplirien el nivell mínim de capital (6% Tier 1), i els hi va donar un marge d'un mes per presentar plans de recapitalització. Les entitats van fer els

---

<sup>57</sup> Per exemple, Santander ha venut el 51% de la seva divisió d'assegurances a l'Amèrica Llatina al grup Zurich, segons article publicat a El País, 22 de febrer de 2011. O un altre exemple més recent: ING s'ha després del seu negoci assegurador i de pensions a l'Amèrica Llatina, i l'ha venut al Grupo de Inversiones Suramericana, segons article publicat a INESE el 26 de juliol de 2011.

<sup>58</sup> Bear Sterns High-Grade Structured Credit Fund i Bear Stearns High-Grade Structured Credit Enhanced Leveraged Fund

<sup>59</sup> Bank of America (necessitaria recapitalitzar-se en \$33,9bn), Wells Fargo (\$13,7bn), GMAC (el braç financer de General Motors, \$11,5bn), Citigroup (\$5,5bn), Regions Financial (\$2,5bn), Sun Trust Banks (\$2,2bn), Morgan Stanley (\$1,8bn), Key Corp (\$1,8bn), Fifth Third Bancorp (\$1,1bn) i PNC Financial Services (\$0,6bn). 1 bn = 1.000 milions.

deures, van captar els recursos en el sector privat (venda d'actius, ampliacions de capital i emissions de renda fixa), i es va reduir la incertesa imperant en el sistema bancari<sup>60</sup>.

La Fed va fer una altra ronda de stress test el mes d'abril de 2011. Aquest cop, la Reserva Federal va establir un escenari advers, però van ser les mateixes entitats les encarregades d'avaluar si disposarien de prou capital. D'aquesta manera, s'avança cap a un model en el qual la pròpia entitat agafa responsabilitat i capacitat de gestió de riscos. En aquesta ocasió, cap entitat va suspendre la prova d'esforç. Actualment, s'està estudiant la possibilitat de vincular els stress test amb el repartiment de dividends. És a dir, si una entitat suspen el test, no podrà repartir dividends entre els seus accionistes. A més a més, també s'està contemplant la possibilitat de fer-los cada mig any, per controlar amb més precisió el risc assumit per les entitats.

Si bé els stress test van ser tot un èxit als Estats Units, no es pot dir el mateix de l'experiència europea. L'Autoritat Bancària Europea<sup>61</sup> és l'organisme encarregat de coordinar les proves de resistència entre tots els supervisors de cada un dels estats membres de la Unió Europea. També hi ha col·laborat el Banc Central Europeu.

El mes de juliol de 2010, 91 bancs europeus es van sotmetre a avaluació. La simulació va consistir en pintar un escenari de deteriorament de l'activitat econòmica, un augment de la desocupació, una disminució en la valoració de les seves inversions (actius financers i immobiliaris), i un repunt en les primes de risc. Aquest còctel faria augmentar la morositat, i provocaria una caiguda en el marge d'intermediació. Com reaccionarien les entitats, davant d'aquesta situació hipotètica?

Doncs bé, només 7 entitats<sup>62</sup> van suspendre el test, ja que no van poder assolir almenys un rati de capital Tier 1 del 6%. En conjunt, el rati de capital Tier 1 cauria de mitja, el 2009, del 10,3%, al 9,2% a finals de 2011. Per tant, el missatge era d'esperança i d'estabilització de les turbulències. Els mercats van interpretar positivament els resultats, però, més endavant, el sistema financer irlandès va necessitar un rescat massiu, i els stress test van perdre credibilitat. Així doncs, el terreny estava abonat per les crítiques. La comunitat inversora va qüestionar l'exercici, moltes veus van argumentar que les proves no havien estat prou estrictes, i la desconfiança va tornar al mercat.

---

<sup>60</sup> Les institucions que no requerien fons addicionals van ser: Goldman Sachs, JPMorgan Chase, Bank of New York Mellon, MetLife, American Express, State Street, BB&T, US Bancorp, i Capital One Financial.

<sup>61</sup> L'Autoritat Bancària Europea (European Banking Authority, EBA) és un organisme creat pel Parlament Europeu, i el Consell d'Europa, que substitueix el Comitè Europeu de Supervisors Bancaris (Committee of European Banking Supervisors, CEBS), organisme que va conduir les proves de resistència l'any 2010. L'EBA va néixer l'1 de gener de 2011, arrel de la Regulació (EC) N° 1093/2010.

<sup>62</sup> Catalunya Caixa (necessària recapitalitzar-se en €1.032M), Banca Cívica (€406M), Unnim (€207M), Caja Sur (€208M), Caja Duero i Caja España (€127M), l'alemany Hypo Real State, i el grec ATEbank (Banc Agrícola de Grècia).

El juliol de 2011, l'EBA ha publicat la segona ronda d'stress test, efectuada a 90 bancs de 20 països. Aquest cop, 8 entitats<sup>63</sup> no han arribat al nivell mínim de Core Tier 1 del 5% (més estricte que l'stress test de 2010). Però hi ha hagut controvèrsia en la metodologia, ja que l'escenari negatiu no ha estat homogeni arreu de la Unió Europea, la majoria de països no ha presentat la totalitat del seu sistema financer (a diferència del que sí ha establert el Banc d'Espanya), i no ha tingut en compte especificitats regionals. En aquest sentit, en el cas espanyol, si s'haguessin computat les provisions genèriques, i els bons obligatòriament convertibles, que són dos elements dissenyats per a l'absorció de pèrdues del nostre sistema financer, cap entitats espanyola hauria suspès. A curt termini, tot i això, sembla que el mercat ha percebut que el panorama bancari s'està estabilitzant.

Així doncs, els stress test són una eina del supervisor, que complementa la seva tasca de vigilància. A l'altre costat de l'Atlàntic, hi ha hagut entitats de primeríssim nivell, com Bank of America, o Citigroup, que van suspendre les proves de resistència, l'any 2009, i han continuat operant amb total normalitat. Per tant, els stress test no són una caça de bruixes, que persegueixi l'estigmatització de cap entitat. Són un instrument per identificar quins bancs necessiten captar capital, en el mercat, o de l'Estat, si l'escenari advers esdevingués realitat.

### 5.3. Fiscalitat

Quan va esclatar la crisi, les autoritats mundials van enfocar els seus esforços en dos àrees: (i) suport directe al sector financer, injectant la liquiditat que calgués, intervenint directament entitats, avalant públicament emissions deute, i engegant programes de recompra d'actius, i (ii) política monetària ultraexpansiva, amb tipus d'interès d'intervenció en mínims històrics. En aquests dos aspectes, hi va haver un consens absolut i immediat.

En canvi, la possibilitat de complementar l'estratègia de sortida de la crisi amb una nova fiscalitat per al sector financer, ha generat més controvèrsia. Actualment, hi ha tres propostes: una taxa de contribució a l'estabilitat financera (CEF), un impost sobre l'activitat financera (IAF), i un impost sobre les transaccions financeres (ITF), com la taxa Tobin<sup>64</sup>.

Pel que fa al CEF, es calcularia a partir del balanç de l'entitat financera, i el tipus impositiu s'ajustaria segons el risc sistèmic de cada institució. Els defensors d'incrementar la tributació argumenten que els fons recaptats permetrien fer front a les futures reestructuracions, i ajudarien als estats a reduir el seu deute (en part contret, paradoxalment, per rescatar les entitats financeres). Els detractors addueixen que el sector bancari encara està molt dèbil, i que ara no és el moment de parlar-ne.

---

<sup>63</sup> Catalunya Caixa, Unnim, Caja3, Banco Pastor, CAM, els grecs ATEbank i EFG Eurobank, i l'austríac Oestereichische Volksbank.

<sup>64</sup> Tobin (1978): *A proposal for international monetary reform*. Eastern Economic Journal, 153-159.

En relació a l'IAF, la seva base seria el compte de resultats. El sector bancari ha criticat que es penalitza l'eficiència, ja que una entitat amb uns bons resultats no necessàriament implica que hagi incorregut en majors riscos que els que hagi assumit una altra entitat que s'hagi esforçat menys, o que sigui menys eficient. Tant la CEF com l'IAF són mesures proposades pel Fons Monetari Internacional al G-20<sup>65</sup>.

Finalment, l'ITF s'aplicaria a cada transacció realitzada en qualsevol mercat financer, sigui organitzat, o no (over the counter). Aquesta nova versió de la taxa Tobin reduiria substancialment la volatilitat del mercat. Però caldria estudiar bé com repartir la recaptació, ja que la majoria d'operacions s'executen en unes poques places financeres.

En qualsevol de les tres iniciatives esmentades, caldria definir un perímetre d'implantació global, per tal d'evitar deslocalitzacions, i caldria consensuar, entre totes les jurisdiccions, la definició de la base, i del tipus impositiu.

## 5.4. Altres iniciatives

A part de Basilea III, i dels stress test, no s'acaben aquí les reformes. Hi ha un deversall de propostes, des de diferents àmbits, i des de diferents ideologies. Totes aquestes propostes intenten regular el sistema financer, per tal de prevenir-ne els desequilibris.

- Regular el paper de les agències de qualificació: el poder de Standard & Poor's, Fitch i Moody's sobre la comunitat inversora és d'una elevada magnitud, ja que són la principal referència a l'hora d'avaluar la solidesa d'una companyia, estat o emissió, i les seves qualificacions tenen un impacte directe en els costos d'endeutament. Són moltes les veus que les assenyalen per la seva participació activa en la gestació de la crisi<sup>66</sup>. Així doncs, cal sotmetre-les a vigilància? Són prou neutrals?<sup>67</sup>

La Comissió Europea fa tres anys que anuncia la intenció de fer quelcom, però aquesta iniciativa no s'acaba de materialitzar. Des de l'àmbit privat, recentment, s'ha arribat a proposar la creació d'una agència qualificadora europea<sup>68</sup>, però aquesta idea no ha arribat a bon port, de mo-

---

<sup>65</sup> FMI (2010): *A fair and substantial contribution by the financial sector. Final report for the G20.*

<sup>66</sup> Per exemple, un informe del Senat dels Estats Units, *The financial crisis inquiry report*

<sup>67</sup> Les agències de rating no només avaluen la solvència dels emissors de bons, sino que també fan assessoria d'emissió, i estan participades per empreses de serveis financers. Berkshire Hathaway, el holding de Warren Buffet, controla el 12,3% de Moody's. Blackrock, la primera gestora mundial de fons d'inversió, que pertany al grup Bank of America Merrill Lynch, controla el 6,6% de Moody's. És Moody's realment neutral? No té cap conflicte d'interès, quan emet ratings sobre aquestes companyies?

<sup>68</sup> Es tractaria d'un consorci liderat per 12 grans institucions financeres, com Deutsche Bank, Morgan Stanley i Unicredit.

ment. De fet, ja hi ha d'altres agències de rating<sup>69</sup>, però el mercat, ara per ara, continua confiant en les "tres germanes".

- Limitar els sous dels directius del sector bancari: les polítiques de remuneració dels executius van crear incentius a que els executius assumis-sin riscos temeraris.
- Supervisió macro prudencial: la Junta Europea de Riscos Sistèmics (JERS), formada pel president del BCE, i els governadors dels bancs centrals dels 27 Estats membres de la Unió Europea, vigilarà les amenaces potencials per a l'estabilitat financera i alertarà sobre possibles riscos.
- Un impost global a les grans fortunes, l'eradicació real dels paradisos fiscals, reduir l'especulació en els mercats de deute, estabilitzar la volatilitat canviària, estendre la prohibició de les vendes en curt del sector financer més enllà del 30 de setembre,...

Sigui com sigui, tot aquest reguitzell de mesures, s'apliquin o no, no aconseguiran anticipar tot els comportaments dels agents del mercat, o innovacions financeres que puguin anar sorgint. El sector financer està abocat a l'adopció de riscos, per definició, i una excessiva regulació entorpiria la seva funció com a intermediari. A més a més, tard o d'hora, per més coixins de seguretat que s'estableixin, tornaran a venir temps d'especulació, tal i com va il·lustrar Charles P. Kindleberger, en el seu llibre "Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises", publicat l'any 1978.

---

<sup>69</sup> El mes de juliol de 2010, Pekin va crear la primera agència de rating de Xina, anomenada Dagong. Sospitosament, no ha assignat la triple A als Estats Units, sino que els hi ha donat una AA. Al Regne Unit i a França, han assignat AA-. Itàlia, Espanya i Bèlgica, A-. Canadà, Alemanya, Països Baixos, i la pròpia Xina, AA+.



## 6. Mercats financers

Els mercats financers acullen el creuament entre l'oferta i la demanda, en un entorn regulat. Les parts es posen d'acord en intercanviar un actiu, a un preu determinat, que es caracteritza per ser transparent i conegut per tots els participants del mercat.

La selecció d'actius constitueix una part fonamental del procés inversor. En els mercats financers s'intercanvien actius de diferents tipus, com dipòsits, accions, i bons. Aquestes tres categories conformen el 91,24% de les inversions de les asseguradores espanyoles, l'any 2010 (vegeu gràfic 3.1). La resta són immobles (4,62%) i derivats (4,14%).

En aquest capítol es tracten aspectes relacionats amb el mercat interbancari, que és el mercat on es formen els preus que després les entitats financeres traslladen al mercat. En aquest capítol també s'han sintetitzat d'altres qüestions en relació a la renda variable, i a la renda fixa, diferenciant el deute sobirà del corporatiu.

Pel que fa als contractes de derivats, aquests s'estructuren a partir d'un altre actiu. El valor d'un derivat depèn del valor d'un actiu subjacent, com les accions, els bons, les divises, les primeres matèries, els tipus d'interès i els índexs borsaris. Encara que els derivats suposin una porció petita de la inversió de les asseguradores, també s'han resumit assumptes relacionats amb els mercats de divises i les primeres matèries, ja que són una peça important dels mercats financers, i són objecte de derivats.

Per acabar, s'inclou un breu comentari sobre la situació immobiliària espanyola.

En cada una de les tipologies d'actiu, s'adjunta un quadre estadístic on figura l'evolució dels instruments, des de l'any 2006, fins l'actualitat (23-08-2011).

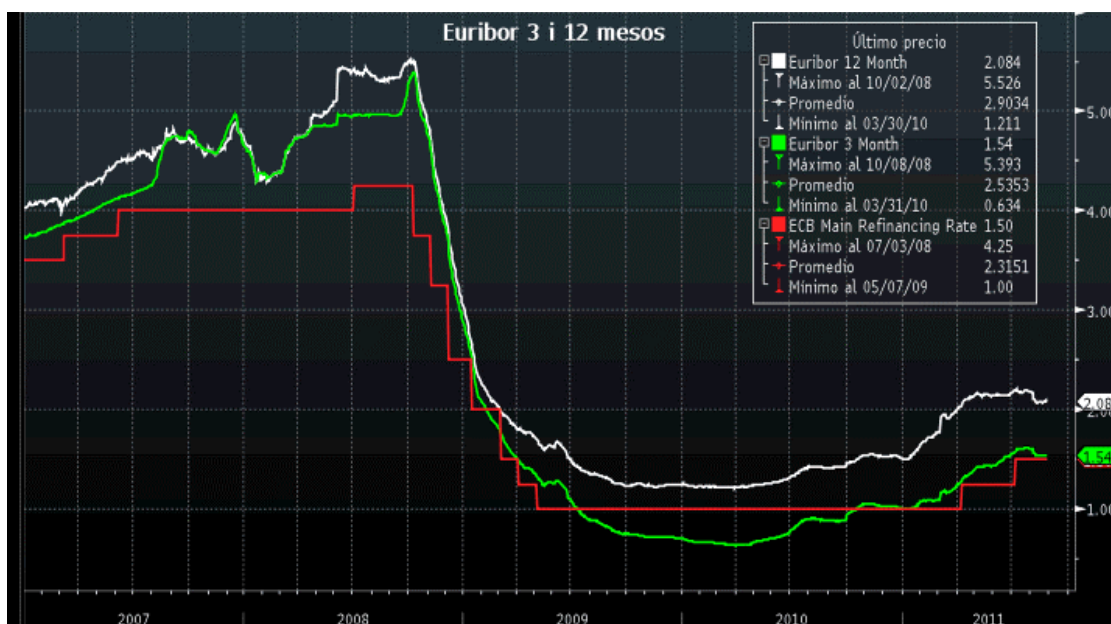
**Mercat interbancari:** Els tipus d'interès oficials són el principal factor subjacent en l'evolució dels tipus interbancaris. D'altres factors són el risc de liquiditat, i el risc de crèdit. La desconfiança entre entitats financeres va empènyer els tipus interbancaris fins a nivells altíssims, en el període 2007-2008. Actualment, el tipus d'interès rector als Estats Units està en una forquilla del 0%-0,25%, i s'esperen les properes pujades a finals de 2012. En canvi, a Europa, els tipus d'intervenció estan en el 1,50%, i hi ha analistes que vaticinen un increment fins a l'1,75% aquesta mateixa tardor, i uns tipus del 2,50% a finals de 2012.

L'**Euribor** (Euro Interbank Offered Rate) és el tipus d'interès, expressat en 3 decimals, al qual s'intercanvien dipòsits les 44 institucions financeres més actives de la Zona Euro, per 16 venciments diferents, des d'1 dia, fins a 1 any. El publica Thompson Reuters, cada dia hàbil segons el calendari Target2, a les 11 del matí, i és una iniciativa començada l'any 1999 per la Federació Bancària

Europea (EBF). Actualment, hi ha quatre contribuïdors de preus espanyols: Santander, BBVA, CECA, i CaixaBank.

El gràfic 6.1 mostra l'evolució de l'Euribor, a 3 i a 12 mesos, juntament amb el tipus d'interès d'intervenció del Banc Central Europeu, en el període 2007-2011. Es pot observar el fort estímul monetari insuflat pel BCE, per tal de proveir liquiditat al sistema, i animar la inversió, en els pitjors moments de la crisi.

**Gràfic 6.1.- Evolució de l'Euribor, 2007-2011**



Font: Bloomberg. Dades a 25-08-2011.

El Libor (London Interbank Offered Rate) és el tipus d'interès, expressat en 5 decimals al qual s'intercanvien dipòsits les institucions financeres més actives, en 10 divises diferents (euro, dòlar nord-americà, lliura esterlina, ien japonès, franc suís, corona danesa, corona sueca, dòlar canadenc, dòlar australià i dòlar neozelandès), per 15 venciments diferents, des d'1 dia, fins a 1 any. Concretament, pel que fa als tipus dels dipòsits en dòlars nord-americans, el panel de contribuïdors el formen 19 bancs. El publica Thompson Reuters, cada dia hàbil segons el calendari de festius de Londres, a les 11 del matí, i és una iniciativa començada en els anys 80 del segle XX per l'Associació de Banquers Britànics (*British Bankers' Association*, BBA). No hi ha cap banc espanyol que formi part dels contribuïdors de tipus.

El gràfic 6.2 mostra l'evolució del Libor en dòlars, a 3 i a 12 mesos, juntament amb el tipus d'interès d'intervenció de la Reserva Federal. Quan Lehman Brothers va fer fallida, al setembre de 2008, la desconfiança entre bancs va provocar el repunt que s'observa en el gràfic, tot i la previsió de caiguda de tipus d'interès que hi havia en aquell moment, i fins i tot es va invertir la corva. És a dir, es remunerava més un dipòsit a 3 mesos, que un dipòsit a 12 mesos.



**Gràfic 6.2.- Evolució del Libor en dòlars, 2007-2011**



Font: Bloomberg. Dades a 25-08-2011.

A continuació, el quadre 6.1 mostra l'evolució dels tipus del mercat interbancari, i els tipus d'interès oficials, a la Zona Euro, i als Estats Units, durant el període 2006-2011. També s'hi inclou la situació actual, i els màxims i mínims dels 12 últims mesos.

**Quadre 6.1.- Mercat interbancari i tipus oficials**

Mercat interbancari i tipus oficials									
Índex	Actual	12 meses		Tipus					
		Màxim	Mínim	2006	2007	2008	2009	2010	2011*
<b>Euribor</b>									
Euribor 3 meses	1,536	1,615	0,876	3,725	4,684	2,892	0,700	1,006	1,536
Euribor 12 meses	2,075	2,201	1,411	4,028	4,745	3,049	1,248	1,507	2,075
<b>Tipus oficial BCE</b>	1,50	1,50	1,00	3,50	4,00	2,50	1,00	1,00	1,50
<b>Libor USD</b>									
Libor USD 3 meses	0,31178	0,31750	0,24500	5,36000	4,70250	1,42500	0,25063	0,30281	0,31178
Libor USD 12 meses	0,79233	0,89425	0,72025	5,32938	4,22375	2,00375	0,98438	0,78094	0,79233
<b>Tipus oficial Reserva Federal</b>	0,25	0,25	0,25	5,25	4,25	0,25	0,25	0,25	0,25

Font: Bloomberg. Dades a 23-08-2011, en divisa local.

\* YTD (Year to Date): Canvi des de principis d'any

**Renda variable:** Malgrat els números vermells que actualment registren els parquets mundials, la renda variable té millors perspectives de revalorització que la renda fixa.

Pel que fa a la renda variable nord-americana, hi ha diversos elements que recolzen l'actiu, que el fan més atractiu que la renda variable europea: (i) la recuperació econòmica se segueix consolidant, encara que s'albiri un alentiment, (ii) els resultats empresarials es mantenen vigorosos, gràcies a l'enfortiment de la

salut financera de les grans corporacions (el 75% de les companyies de l'S&P 500 que han presentat resultats han obtingut beneficis per acció (BPA) superiors als esperats), (iii) els anuncis de dividends continuen la tendència alcista, (iv) liquiditat abundant, degut a les mesures d'estímul monetari introduïdes arreu (QE1 i QE2 als Estats Units<sup>70</sup>, i barra lliure al BCE), i un entorn de tipus d'interès baixos, (v) valoracions de les accions properes a mínims històrics, i (vi) s'està reactivant el mercat de les fusions i adquisicions.

En relació a la renda variable de la zona euro, de l'Stoxx Europe 600<sup>71</sup>, només el 45% de les companyies ha presentat BPA més elevats que els esperats. Tenint en compte que l'economia europea és més dependent del petroli que l'americana, que el moment macro no és tant positiu com EE.UU., i que les divises europees s'estan apreciament, la renda variable de la zona euro ha perdut *momentum*.

A més a més, les grans empreses nord-americanes, i també les del Regne Unit, en termes generals, tenen major exposició a mercats emergents que les de la zona euro. I actualment, estar ben posicionat en els mercats emergents és una bona font d'ingressos, gràcies a la classe mitjana que està sorgint en aquells països.

Un altre aspecte a considerar és el mal comportament borsari del sector bancari europeu, des de l'any 2008. Si el rescat grec fructifica, i la crisi del deute sobirà perifèric no s'estén, el sector bancari europeu serà un gran beneficiat. A més a més, la concreció de Basilea III, i la publicació de la segona onada de proves de resistència, han reduït la incertesa que patia el sector bancari europeu.

Ara bé, ni el mercat borsari nord-americà, ni l'europeu, estan donant masses alegries. De fet, tal i com mostra el quadre 6.2, cap dels principals mercats borsaris mundials està en positiu, actualment. La majoria d'índexs estan instal·lats en zones de mínims anuals. També es pot observar que l'any 2008, la caiguda va ser de major magnitud. A curt termini, fins que (1) no es clarifiqui l'estat del cicle econòmic mundial (continuació de la fase de creixement, o alentiment), i (2) la situació fiscal de les zones desenvolupades no millori, i no es redueixi el risc sobirà de la renda fixa; els mercats borsaris no recuperaran la tendència positiva.

---

<sup>70</sup> Els *Quantitative Easing* 1 i 2 van ser dos programes de compres massives d'actius financers, principalment bons hipotecaris, començats per la Reserva Federal, el gener de 2009, i el novembre de 2010. El QE2 va acabar el 30 de juny de 2011.

<sup>71</sup> Stoxx Europe 600 és un índex que aglutina 600 companyies de gran capitalització de la Unió Europea.

Quadre 6.2.- Principals mercats borsaris

Principals mercats borsaris										
Borsa	País	Actual	12 mesos		Canvi					
			Màxim	Mínim	2006	2007	2008	2009	2010	2011*
MSCI World	Món	1.158	1.392	1.074	18,0%	7,1%	-42,1%	27,0%	9,6%	-9,6%
Dow Jones	EE.UU.	11.177	12.811	9.986	16,3%	6,4%	-33,8%	18,8%	11,0%	-3,5%
S&P 500	EE.UU.	1.162	1.364	1.047	13,6%	3,5%	-38,5%	23,5%	12,8%	-7,6%
NASDAQ	EE.UU.	2.446	2.874	2.114	9,5%	9,8%	-40,5%	43,9%	16,9%	-7,8%
Euro Stoxx 50	Europa	2.200	3.068	2.154	15,1%	6,8%	-44,4%	21,1%	-5,8%	-21,2%
DAX 30	Alemanya	5.532	7.528	5.474	22,0%	22,3%	-40,4%	23,9%	16,1%	-20,0%
FTSE 100	Regne Unit	5.129	6.091	5.007	10,7%	3,8%	-31,3%	22,1%	9,0%	-13,1%
SMI 20	Suïssa	5.231	6.717	4.792	15,9%	-3,4%	-34,8%	18,3%	-1,7%	-18,7%
CAC 40	França	3.084	4.157	3.003	17,5%	1,3%	-42,7%	22,3%	-3,3%	-18,9%
IBEX 35	Espanya	8.280	11.113	7.966	31,8%	7,3%	-39,4%	29,8%	-17,4%	-16,0%
MIB 30	Itàlia	797	1.165	785	18,9%	-7,8%	-48,8%	20,7%	-7,8%	-23,9%
AEX 25	Països Baixos	278	374	274	13,4%	4,1%	-52,3%	36,4%	5,7%	-21,5%
OMXH 15	Finlàndia	5.385	7.912	5.075	17,9%	20,5%	-53,4%	19,5%	18,7%	-29,7%
OMXS 30	Suècia	906	1.179	877	19,5%	-5,7%	-38,8%	43,7%	21,4%	-21,6%
ATX 20	Àustria	2.089	3.001	2.081	21,7%	1,1%	-61,2%	42,5%	16,4%	-28,1%
Nikkei 225	Japó	8.733	10.858	8.605	6,9%	-11,1%	-42,1%	19,0%	-3,0%	-14,6%
Hang Seng 46	Honk Kong	19.876	24.964	19.331	34,2%	39,3%	-48,3%	52,0%	5,3%	-13,7%
Kosdaq 960	Corea del Sud	1.777	2.229	1.711	4,0%	32,3%	-40,7%	49,7%	21,9%	-13,4%
ASX 500	Austràlia	4.240	5.065	4.057	19,9%	13,8%	-43,0%	33,4%	-0,7%	-12,5%

Font: Bloomberg. Dades a 23-08-2011, en divisa local.

\* YTD (Year to Date): Canvi des de principis d'any

Pel que fa a la capitalització, s'espera que les grans companyies (*large cap*) presentin un millor comportament que les empreses de petita o mitjana capitalització (*small medium cap*). Les grans companyies tenen més possibilitats d'oferir elevats dividends. La recerca d'ingressos és prioritària, i tenint en compte que els rendiments dels bons corporatius estan baixos, això també afavoreix que els fluxos es dirigeixin cap a la borsa.

Per acabar la visió panoràmica en relació a la renda variable, el quadre 6.3 mostra la importància relativa de cada un dels sectors d'activitat econòmica, als Estats Units i a la Zona Euro. Mentre que el sector de les tecnologies de la informació és el més important als EE.UU. (18,7%), la capitalització d'aquest mateix sector a la Zona Euro és, contràriament, la menor (4,6%). Pel que fa a l'evolució del sector financer, des de principis de l'any 2011, fins l'actualitat, ha estat la més negativa, en ambdues zones geogràfiques (-21,1% als EE.UU., i -24,9% a la Zona Euro). Segons la majoria d'analistes, en relació a les activitats que comptaran amb el vist-i-plau dels inversors, de cara a futur, seran els sectors de l'energia, salut, i telecomunicacions. Són sectors defensius, amb forts dividends, i implantació en els mercats emergents.

### Quadre 6.3.- Renda variable per sectors d'activitat econòmica, EE.UU. i Zona Euro

Renda variable per sectors d'activitat econòmica, EE.UU. i Zona Euro											
Sector	Valor de mercat		Actual	12 mesos		Canvi					
	MM	%		Màxim	Minim	2006	2007	2008	2009	2010	2011*
<b>MSCI EE.UU. (USD)</b>	<b>11.050.644</b>	<b>100,0%</b>	<b>4.129</b>	<b>4.813</b>	<b>3.631</b>	<b>15,3%</b>	<b>6,0%</b>	<b>-37,1%</b>	<b>27,1%</b>	<b>15,4%</b>	<b>-6,3%</b>
Energia	1.382.640	12,5%	333	405	256	21,8%	36,4%	-36,0%	17,0%	19,5%	-3,0%
Materials	423.141	3,8%	199	243	173	16,6%	28,6%	-47,8%	48,3%	22,7%	-12,1%
Industrials	1.105.257	10,0%	151	193	137	13,5%	13,5%	-41,3%	22,3%	27,3%	-12,4%
Béns de consum durador	1.231.168	11,1%	121	143	101	17,6%	-11,3%	-36,4%	42,4%	29,7%	-5,3%
Béns de consum bàsic	1.269.068	11,5%	164	173	138	14,2%	14,2%	-15,8%	14,9%	13,9%	5,3%
Salut	1.324.782	12,0%	123	139	105	6,8%	6,5%	-22,3%	20,5%	3,4%	3,0%
Financer	1.481.049	13,4%	76	104	73	19,4%	-18,5%	-52,3%	14,5%	13,4%	-21,1%
Tecnologia de la informació (IT)	2.067.714	18,7%	92	107	80	8,2%	16,9%	-42,7%	62,1%	10,2%	-6,8%
Telecomunicacions	362.208	3,3%	56	62	49	37,6%	11,3%	-32,3%	12,1%	18,4%	-1,5%
Serveis bàsics	403.617	3,7%	159	165	141	20,3%	19,1%	-30,5%	10,6%	5,7%	7,3%
<b>MSCI Zona Euro (EUR)</b>	<b>1.931.586</b>	<b>100,0%</b>	<b>103</b>	<b>137</b>	<b>102</b>	<b>22,8%</b>	<b>8,5%</b>	<b>-44,3%</b>	<b>28,7%</b>	<b>3,3%</b>	<b>-18,2%</b>
Energia	149.988	7,8%	198	260	189	9,6%	5,9%	-34,3%	28,8%	3,3%	-16,7%
Materials	174.738	9,0%	203	286	202	37,9%	21,4%	-48,1%	50,8%	17,5%	-23,7%
Industrials	247.412	12,8%	194	267	191	25,4%	12,5%	-48,3%	35,4%	20,9%	-22,2%
Béns de consum durador	230.862	12,0%	98	129	93	19,9%	12,4%	-40,2%	21,2%	35,9%	-17,6%
Béns de consum bàsic	204.844	10,6%	129	146	124	23,5%	15,9%	-34,9%	36,2%	12,4%	-7,6%
Salut	137.331	7,1%	140	163	128	5,8%	-3,9%	-31,2%	27,4%	-0,6%	0,3%
Financer	390.954	20,2%	54	87	54	25,7%	-4,9%	-57,3%	39,5%	-16,5%	-24,9%
Tecnologia de la informació (IT)	88.471	4,6%	53	75	51	5,1%	14,0%	-50,4%	12,8%	10,6%	-20,0%
Telecomunicacions	151.516	7,8%	96	117	92	15,7%	21,3%	-23,7%	14,7%	-2,4%	-9,1%
Serveis bàsics	155.470	8,0%	133	186	129	41,0%	27,1%	-35,2%	10,2%	-9,7%	-21,6%

Font: Bloomberg. Dades a 23-08-2011, en divisa local.

\* YTD (Year to Date): Canvi des de principis d'any

MSCI són els índexs elaborats per Morgan Stanley Capital International.

**Renda fixa pública:** A l'hora de gestionar la part de renda fixa d'una cartera, el context macroeconòmic és el primer element a tenir en compte, ja que són molts els factors que influeixen en el comportament d'aquest tipus d'actiu (tipus d'interès, expectatives d'inflació i creixement,...).

El punt de partida el marca la fallida de Lehman Brothers, el setembre de 2008. En aquell moment, es van activar els estímuls monetaris arreu del planeta. La política monetària amb tipus d'interès a nivells històricament baixos, tard o d'hora, havia de generar un repunt de la inflació. Així va succeir a finals de 2010, quan es van començar a sentir els primers temors per la inflació. I per controlar la inflació, calia apujar els tipus d'interès. El BCE ja ho ha fet. A nivell conceptual, un entorn de tipus d'interès d'intervenció a l'alça, generalment, condueix a baixades de preus dels instruments de renda fixa (a excepció dels flotants, dels *fixed-to-float*, i dels lligats a inflació).












A nivell global, per l'any 2012, s'espera un creixement econòmic moderat, amb una inflació limitada en els països desenvolupats, i una inflació més elevada en els països emergents, encara que sota control. Ja no s'esperen més pujades de tipus d'interès en el pròxim semestre.

Les rendibilitats dels bons públics nord-americans (*Treasuries*) i dels bons públics alemanys (*Bund*) estan en nivells anòmals. Aquests títols actuen com a valor refugi (*flight to quality*). En aquests moments, la majoria d'inversors estan

disposats a pagar un preu més elevat per aquests títols, i sacrificar rendiment. Quan les condicions de mercat es normalitzin, les rendibilitats dels bons a llarg termini d'aquests valors refugi s'incrementaran gradualment, i es tornaran a veure els bons d'aquests governs a 10 anys al voltant del 3,5%, que és la mitjana històrica. D'aquesta manera, els preus de la majoria dels bons tendiran a baixar (no només dels *Treasuries* i del *Bund*). Per fonamentals, no és moment d'entrar en renda fixa, i menys en els tradicionalment considerats valors refugi.

El quadre 6.4 plasma la matriu de *spreads* dels bons sobirans a 10 anys, per una selecció de països, a dia 25-08-2011. En la part inferior del quadre hi consten els rendiments d'aquests títols (*yield*). Per exemple, els bons del govern japonès presenten un rendiment de l'1,04%. Els bons del govern espanyol, el 5,01%. La diferència entre aquests dos tipus d'interès, l'*spread*, és un 3,97% (o 397 punts bàsics), que consta a la part superior esquerra de la matriu (396,3, concretament, per l'arrodoniment de decimals).

Quadre 6.4.- Matriu de *spreads* deute sobirà a 10 anys

	 JP	 CH	 EU	 US	 CA	 GB	 NL	 FR	 CN	 AU	 ES
ES	396.3	396.2	274.3	272.8	254.3	247.3	235.4	210.6	97.7	53.8	-
AU	342.6	342.4	220.5	219.0	200.5	193.5	181.7	156.8	43.9	-	-53.8
CN	298.6	298.5	176.6	175.1	156.6	149.6	137.7	112.9	-	-43.9	-97.7
FR	185.8	185.6	63.7	62.2	43.7	36.7	24.9	-	-112.9	-156.8	-210.6
NL	160.9	160.8	38.9	37.4	18.8	11.9	-	-24.9	-137.7	-181.7	-235.4
GB	149.0	148.9	27.0	25.5	7.0	-	-11.9	-36.7	-149.6	-193.5	-247.3
CA	142.1	141.9	20.0	18.5	-	-7.0	-18.8	-43.7	-156.6	-200.5	-254.3
US	123.5	123.4	1.5	-	-18.5	-25.5	-37.4	-62.2	-175.1	-219.0	-272.8
EU	122.0	121.9	-	-1.5	-20.0	-27.0	-38.9	-63.7	-176.6	-220.5	-274.3
CH	.1	-	-121.9	-123.4	-141.9	-148.9	-160.8	-185.6	-298.5	-342.4	-396.2
JP	-	-.1	-122.0	-123.5	-142.1	-149.0	-160.9	-185.8	-298.6	-342.6	-396.3
Yield	1.04	1.04	2.26	2.28	2.46	2.53	2.65	2.90	4.03	4.47	5.01

Font: Bloomberg. Dades a 25-08-2011

A l'altra banda de l'Atlàntic, el deteriorament de la qualitat creditícia dels títols del Tresor, probablement, tindrà impacte en els tipus d'interès de la renda fixa pública nord-americana. És d'esperar un moviment a l'alça dels trams llargs de la corba, ampliant-se la pendent. En el mercat de renda fixa europea, la crisi del deute perifèric és la protagonista total. S'esperen reduccions de diferencials front a les referències *core*. Aquestes reduccions de *spread*, probablement, provindran pel repunt de tipus a Alemanya, que abandonarà la zona de mínims, i no tant per una disminució de tipus de les corbes perifèriques.

A continuació, el gràfic 6.3 mostra l'evolució dels tipus d'interès del deute sobirà de sis països de la zona euro (Alemanya (DBR), Espanya (SPGB), Itàlia (BTPS), Irlanda (IRISH), Portugal (PGB) i Grècia (GGB)), des de 01-01-2007, fins a 25-08-2011. Es pot observar com, fins l'any 2008, la comunitat inversora no distingia, pràcticament, entre títols de diferents països. A partir de 2009, quan el soroll fiscal va agafar volada, els *spreads* es van disparar.



**Gràfic 6.3.- Tipus d'interès deute sobirà, Alemanya i països perifèrics, a 10 anys, 2007-2011**



Font: Bloomberg. Dades a 25-08-2011.

Seguidament, el gràfic 6.4 il·lustra el comportament del rendiment dels títols de deute estatal, a 10 anys, dels principals països emergents, els anomenats BRIC (Brasil, Rússia, Índia i Xina). Els bons del Brasil ja fa temps que compten amb el favor dels inversors, i comencen a formar part de les carteres de les asseguradores.

**Gràfic 6.4.- Tipus d'interès deute sobirà BRIC, a 10 anys, 2007-2011**



Font: Bloomberg. Dades a 25-08-2011.

**Renda fixa privada:** Des de principis d'any, l'expectativa de pujades de tipus d'interès a Europa ha penalitzat el mercat del crèdit corporatiu. Si bé els creixents tipus d'intervenció pressionen a l'alça els tipus de les noves emissions, el diferencial de crèdit pot absorbir més o menys aquest augment. Ara que ja s'han produït els dos increments de tipus a la zona euro, les perspectives de revalorització són escasses, pel segment de grau d'inversió (*investment grade*).

El sector bancari ha vist reduir els seus diferencials, en part gràcies a la publicació dels resultats de les proves d'esforç. Quan es clarifiqui el rescat grec, si la solució definitiva adoptada no comporta fortes pèrdues a la banca, és d'esperar que els diferencials de crèdit financer continuïn estrenyent-se. A més a més, en termes generals, els aspectes fonamentals del mercat de crèdit han millorat respecte 2008, ja que les corporacions han cancel·lat gran part dels seus deutes, llevat del sector immobiliari, que partia de nivells d'endeutament estratosfèrics. En el segment de l'alt rendiment (*high yield*), els inversors han trobat un destí relativament sucós, a canvi d'una major exposició al risc. En el mercat continuen apareixent nous emissors, de qualitats dubtoses, però amb baixos nivells d'impagament. Són senyals de dinamisme.

Per acabar l'apartat de la renda fixa, el quadre 6.4 recull índexs de renda fixa de diferents tipologies: sobirans, corporatius, d'alt rendiment, mercats emergents, i convertibles en accions. L'any 2008, va ser l'any del deute sobirà, amb molt bons resultats. Pel que fa al deute corporatiu, va ser l'any 2009, que va experimentar unes revaloritzacions difícils de repetir. Les altres categories han tingut un comportament més vulnerable a la crisi.

**Quadre 6.4.- Índexs de renda fixa**

Índex	Índexs de renda fixa								
	Actual	12 mesos		Canvi					
		Màxim	Mínim	2006	2007	2008	2009	2010	2011*
<b>Deute sobirà</b>									
Deute sobirà EUR	189	190	180	-0,2%	1,7%	9,1%	4,5%	1,5%	3,8%
Deute sobirà USD	1.950	1.956	1.801	3,5%	8,7%	12,4%	-2,2%	5,5%	6,7%
Deute sobirà GBP	197	198	175	0,5%	5,1%	12,9%	-1,0%	7,4%	8,8%
Deute sobirà JPY	126	126	123	2,0%	2,1%	-0,1%	2,5%	2,0%	1,5%
Deute sobirà CHF	166	167	153	-0,5%	-0,8%	9,2%	4,3%	3,6%	5,9%
Deute sobirà Global USD	220	221	197	6,3%	10,7%	9,7%	3,3%	5,9%	8,9%
<b>Deute corporatiu</b>									
Deute corporatiu EUR	184	186	180	0,5%	0,0%	-3,8%	15,7%	4,8%	1,4%
Deute corporatiu USD	2.190	2.219	2.027	4,3%	5,1%	-3,1%	16,0%	8,5%	6,3%
Deute corporatiu GBP	187	190	174	0,8%	0,4%	-10,0%	14,7%	8,9%	5,2%
Deute corporatiu JPY	118	121	118	1,0%	2,3%	-3,6%	4,8%	2,6%	-2,5%
Deute corporatiu CHF	157	159	153	0,6%	0,1%	-0,1%	9,4%	3,5%	2,2%
Deute corporatiu Global USD	210	212	193	7,2%	6,7%	-8,7%	19,2%	5,8%	6,8%
<b>High Yield</b>									
ML Euro High Yield Constrained EUR	172	188	171	8,9%	-2,1%	-33,5%	76,4%	14,7%	-2,8%
ML US HY Master II Constrained USD	264	278	246	10,8%	2,5%	-26,1%	58,1%	15,1%	1,0%
<b>Mercats emergents</b>									
JPM EMBI+ Composite USD	591	599	543	10,5%	6,5%	-9,7%	26,0%	11,8%	7,1%
<b>Convertibles</b>									
UBS CB Global Vanilla HDG USD	221	248	214	15,6%	8,2%	-30,1%	38,6%	11,0%	-5,9%
UBS CB Eurozone EUR	188	219	188	10,6%	3,3%	-24,6%	35,4%	7,2%	-8,4%

Font: Bloomberg. Dades a 23-08-2011, en divisa local.

\* YTD (Year to Date): Canvi des de principis d'any

Els índexs de deute sobirà i deute corporatiu són confeccionats per Barclays. Els índexs de High Yield (crèdit sense grau d'inversió) són elaborats per Merrill Lynch. L'índex dels mercats emergents el realitza JPMorgan. Finalment, els índexs de bons convertibles els fa UBS.

**Divises:** En relació al tipus de canvi euro/dòlar, la majoria d'analistes preveuen un tipus en la forquilla 1,40-1,43, pel proper any. L'escenari actual està ple de forces contraposades. El més favorable pel dòlar és l'estructura tècnica de màxims decreixents dels últims mesos, que apunta cap a un escenari de ruptura d'aquest interval a la baixa. I és que ja fa temps que la cotització està desviada del promig històric. Un altre element de potencial apreciació de la divisa nord-americana és la probable ampliació del diferencial de creixement entre EE.UU. i la zona Euro, a favor dels EE.UU., durant el pròxim semestre.

A nivell tàctic, en canvi, l'evolució de la crisi fiscal, a ambdós costats de l'Atlàntic, ja no és un catalitzador en la formació de preus (per una banda, hi ha el dèficit descomunal d'EE.UU., però per l'altra, hi ha la incertesa de l'Europa perifèrica). És a dir, la tragèdia grega afavoria l'apreciació del dòlar, però ara, els EE.UU. tenen els seus propis problemes fiscals, i això neutralitza la cotització.

I a l'altre costat de la balança, la política monetària, a priori, hauria d'afavorir l'apreciació de l'euro, ja que els tipus d'interès del BCE estan a l'1,50% (última reunió 04-08-2011), mentre que els tipus d'interès de la Reserva Federal segueixen anclats en l'interval 0%-0,25% (última reunió 09-08-2011). Per tant, l'euro rep el suport del favorable diferencial actual de tipus d'interès.

Durant l'any 2011, l'euro s'ha apreciat enfront de les principals divises mundials, a excepció del franc suís. El quadre 6.5 recull l'evolució dels tipus de canvi de les diferents divises, respecte l'euro, en diferents períodes.

**Quadre 6.5.- Tipus de canvi, respecte l'euro**

Tipus de canvi, respecte l'euro									
Divisa	Actual	12 mesos		Canvi					
		Màxim	Mínim	2006	2007	2008	2009	2010	2011*
Franc suís	0,8806	0,9692	0,7247	-3,4%	-2,8%	11,9%	-0,2%	18,6%	10,1%
Corona danesa	13,4232	13,4326	13,4059	0,1%	0,0%	0,1%	0,1%	-0,2%	0,0%
Corona noruega	12,8074	13,0787	12,1832	-3,1%	3,5%	-18,4%	17,5%	6,4%	-0,1%
Corona sueca	10,9835	11,4824	10,5585	3,9%	-4,2%	-13,1%	6,0%	14,3%	-1,5%
Lliura esterlina	1,1416	1,2247	1,1050	2,1%	-8,4%	-23,0%	7,3%	3,2%	-1,7%
Ien	0,9032	0,9417	0,8143	-11,5%	-4,9%	30,8%	-5,3%	22,6%	-1,9%
Dòlar australià	0,7249	0,7723	0,6969	-3,2%	-0,4%	-18,3%	27,7%	22,8%	-5,3%
Dòlar canadenc	0,7013	0,7822	0,6977	-10,2%	5,8%	-15,0%	12,4%	13,6%	-6,6%
Dòlar	0,6949	0,7920	0,6715	-10,5%	-9,8%	5,2%	-3,1%	6,9%	-6,8%

Font: Bloomberg. Dades a 23-08-2011

\* YTD (Year to Date): Canvi des de principis d'any

A continuació, el quadre 6.6 mostra les expectatives del mercat, a 25-08-2011, respecte els tipus de canvi a futur de les principals divises. Bloomberg centralitza les opinions dels diferents analistes.



**Quadre 6.6.- Pronòstics de tipus de canvi de les principals divises mundials**

Pronòstics de tipus de canvi de les principals divises mundials									
Divisa		3T 2011	4T 2011	1T 2012	2T 2012	2012	2013	2014	2015
Euro	EUR/USD	1,4	1,4	1,43	1,4	1,4	1,4	1,35	1,3
Ien	EUR/JPY	112,0	115,0	117	118,0	120,0	125,0	114	109,0
Lliura esterlina	EUR/GBP	0,9	0,9	0,87	0,9	0,8	0,8	0,82	0,8
Franc suís	EUR/CHF	1,2	1,2	1,19	1,2	1,3	1,4	1,3	1,3
Dòlar canadenc	USD/CAD	1,0	1,0	0,96	1,0	1,0	1,0	1,01	1,0
Dòlar australià	AUD/USD	1,1	1,1	1,06	1,1	1,1	1,0	0,96	0,9
Dòlar neozelandès	NZD/USD	0,9	0,8	0,84	0,8	0,9	0,8	0,76	0,8
Corona danesa	EUR/DKK	7,5	7,5	7,45	7,5	7,5	-	-	-
Corona noruega	EUR/NOK	7,8	7,7	7,7	7,6	7,7	7,7	7,76	7,8
Corona sueca	EUR/SEK	9,0	8,9	8,8	8,8	8,9	8,6	8,53	8,5

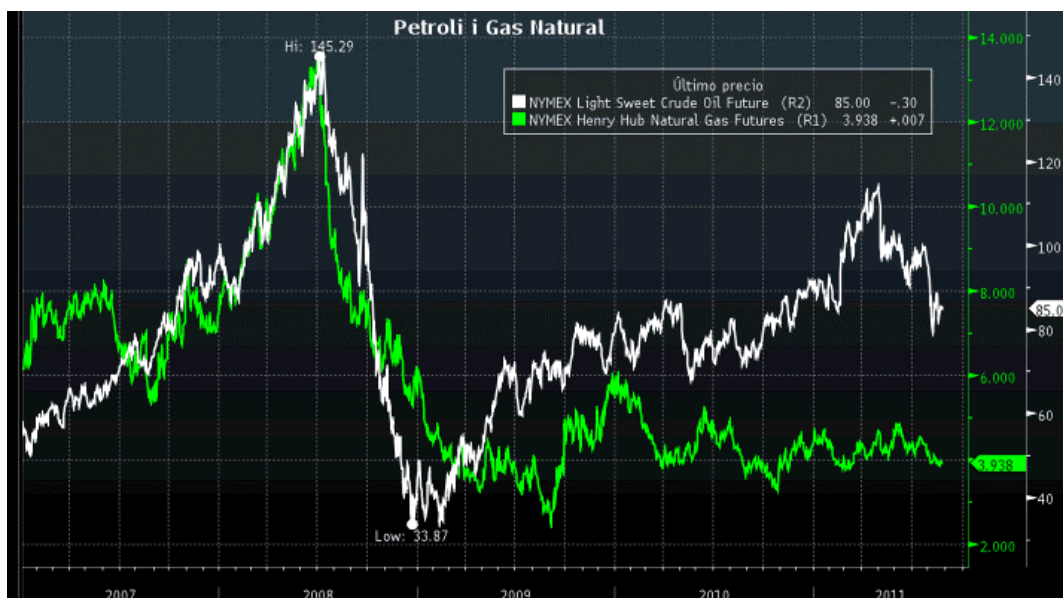
Font: Bloomberg elabora aquests pronòstics a partir de les estimacions dels analistes. Dades a 25-08-2011

**Primeres matèries:** Aquesta segment del mercat es caracteritza per l'elevada volatilitat, i per la disparitat entre les diferents primeres matèries (metalls bàsics, metalls preciosos, energètics, i agrícoles).

L'actual política monetària ultra acomodaticia és especialment beneficiosa per als preus de les primeres matèries, ja que minimitzen el cost d'oportunitat de tenir en balanç actius que no paguin fluxos periòdics vinculats a tipus d'interès, mentre que incrementa la demanda cap a actius que protegeixin contra l'augment de la inflació o la caiguda del dòlar. D'altra banda, en aquest segon trimestre de 2011, sembla que les economies emergents estan controlant la inflació, i que les economies desenvolupades estan abandonant les polítiques monetàries expansives. Aquests dos aspectes generaran un marc menys favorable.

L'encariment de les primeres matèries energètiques, petroli i gas, durant els 4 primers mesos de l'any, van drenar renda real disponible a les economies productives. Els preus del petroli van vorejar els 115 dòlars per barril. Però la correcció posterior ha reduït aquest efecte empobridor, i fa mesos que l'estabilitat s'ha instal·lat en aquests productes, cosa que apunta al procés de recuperació econòmica. La incertesa geopolítica (guerra civil a Líbia, disturbis a Nigèria, i corrent d'aires democràtics a la península aràbiga), sortosament, no ha disparat els preus energètics. El gràfic 6.5 mostra l'evolució del preu del petroli i el gas natural, durant el període 2007-2011.

**Gràfic 6.5.- Evolució del preu del petroli i el gas natural, 2007-2011**



Font: Bloomberg. Dades a 25-08-2011.

El gegant xinès és el principal consumidor de metalls bàsics. Així doncs, l'impacte de la política monetària restrictiva del Banc de Xina té fortes implicacions en la seva demanda. Les importacions xines d'enguany seran inferiors que les de l'any passat, però l'activitat manufacturera encara es manté alta. Es preveu una desacceleració gradual dels preus, paral·lela a l'aterrament xinès.

El quadre 6.7 resumeix el comportament dels preus seguit per les principals primeres matèries, des de l'any 2006, tot mostrant la cotització actual, i la màxima i la mínima anual. Pel que fa a l'or i la plata, les turbulències que viuen els mercats no fan més que impulsar la seva cotització, ja que actua com a valor refugi (revalorització del 33% i del 40%, respectivament, des de principis d'any). El preu de l'or està en màxims històrics.

**Quadre 6.7.- Primeres matèries**

Matèries primeres / Índex	Primeres matèries									
	Actual	12 mesos		2006	2007	2008	2009	2010	2011*	
		Màxim	Mínim							
Or (Gold Bullion LBM US\$/Troy Ounce)	1.886	1.886	1.233	23,8%	31,8%	3,1%	27,1%	29,4%	33,0%	
Pal·ladi (Palladium US\$/Troy Ounce)	762	858	476	28,1%	12,7%	-49,7%	114,2%	102,8%	0,0%	
Platí (Platinum Free Market \$/Troy Ounce)	1.886	1.887	1.494	15,9%	37,2%	-41,5%	62,7%	20,1%	7,5%	
Plata (Silver Fix LBM Cash Cents/Troy Ounce)	4.288	4.870	1.788	46,1%	14,4%	-26,9%	57,5%	80,3%	40,0%	
Coure (LME-Copper, Grade A Cash US\$/MT)	8.831	10.180	7.081	38,9%	5,3%	-54,2%	141,4%	31,4%	-8,5%	
Alumini (LME-Aluminium 99.7% Cash US\$/MT)	2.334	2.786	1.992	24,2%	-16,7%	-36,1%	45,7%	12,0%	-5,2%	
Petroli (Crude Oil-WTI Spot Cushing US\$/BBL)	85	114	71	0,0%	57,2%	-53,6%	77,9%	15,2%	-6,7%	
Índex DJ UBS-Future Commodity Ind ER	161	175	129	-2,7%	11,1%	-36,6%	18,7%	16,7%	-1,0%	
Índex S&P GSCI Commodity Excess Return	479	561	387	-19,1%	26,8%	-47,3%	13,3%	8,9%	-0,2%	
Índex Rogers International Commodity Ind TR	3.899	4.440	3.056	3,1%	30,0%	-41,4%	26,2%	19,0%	0,1%	
Índex TR Equal Weight CCI	652	690	487	13,5%	20,6%	-23,7%	33,4%	30,0%	3,6%	

Font: Bloomberg. Dades a 23-08-2011, en USD.

Troy Ounce, o unça troiana, és una unitat de mesura de l'època victoriana, igual a 31,103 grams, que habitualment s'empra pels metalls preciosos.

Bullion és la forma d'un metall abans de ser tractat, o refinat.

\* YTD (Year to Date): Canvi des de principis d'any

**Mercat immobiliari espanyol:** L'ajust de la inversió immobiliària a Espanya, iniciat l'any 2007, té un protagonisme fonamental en l'estat actual del cicle econòmic. De fet, en el tercer trimestre de 2010, la inversió real en habitatge (4,5% del PIB) representava menys de la meitat del nivell assolit l'any 2007 (9,5% del PIB). Una altra estadística que dóna idea de l'impacte de la crisi immobiliària és que el 60% de l'ocupació destruïda durant la crisi treballava en el sector de la construcció (1,1 milió de treballadors).

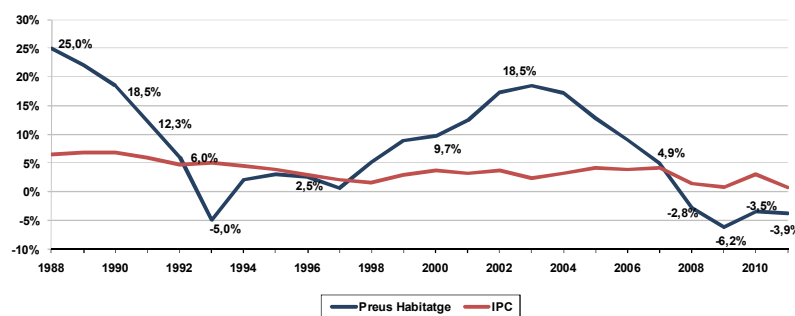
Després d'anys d'incrementos de preus accentuats, per sobre de l'IPC, la riquesa de les llars espanyoles s'ha vist disminuïda. L'efecte riquesa negatiu ha deprimat la demanda interna. I sembla que el final del túnel encara és llunyana, ja que el consum de ciment i l'índex de producció industrial de materials de construcció continuen presentant taxes negatives (-15%, i -12%, respectivament), i pitjors que les del trimestre anterior<sup>72</sup>.

El més significatiu, però, és l'elevat nivell d'habitatges sense vendre. Alguns analistes xifren el parc d'habitatges buit en prop d'un milió d'unitats. L'excés d'oferta és el llast de la recuperació de la inversió residencial. Tenint en compte que el crèdit hipotecari no flueix com abans<sup>73</sup>, i que el factor demogràfic tampoc tindrà un efecte expansiu, no cal esperar nous impulsos de demanda vigorosos. Per tant, pels propers trimestres, és preferible evitar noves inversions en actius immobiliaris residencials a Espanya.

Els actius immobiliaris en centres comercials pateixen un entorn de consum mediocre, degut a la debilitat de la demanda interna, castigada pel fort atur. Per tant, tampoc són un bon referent d'inversió. També és el cas dels actius immobiliaris d'oficines.

En el gràfic 6.6 es mostra la variació interanual dels preus de l'habitatge lliure, des de l'any 1988, fins al 2011. Es poden observar les dues crisis immobiliàries patides, la de l'any 1993, i l'actual.

**Gràfic 6.6.- Preus de l'habitatge lliure i inflació a Espanya, 1988-2011**



<sup>72</sup> Banco de España (2011): *Boletín Económico Julio-Agosto 2011 - Informe trimestral de la economía española*.

Font: Ministeri de Foment i Institut Nacional d'Estadística. Les dades del preu de l'habitatge lliure de l'any 2011 són del segon trimestre, i l'IPC és del mes de juliol.

Pel que fa al panorama immobiliari residencial internacional, les immobiliàries alemanyes s'emporten la gran part dels fluxes d'inversors. El dinamisme de l'economia teutona, i el possible contagi en un augment dels lloguers, segueix atraient el diner. Referent al mercat immobiliari d'oficines, són les societats britàniques i holandeses les que actualment estan gaudint d'una situació més afavoridora. Les rendibilitats estan al voltant del 7%, en aquestes dues jurisdiccions.

A continuació, el quadre 6.8 recull la trajectòria d'un índex del sector immobiliari, anomenat GPR 250 (*Global Property Research*). Aquest índex està format per les 250 companyies immobiliàries del món, i disposa de diferents subíndexs, que cobreixen l'evolució de diferents països. Queda patent que la inversió immobiliària és un terreny volàtil, amb increments o decrements superiors als dos dígitos. Aquest fet no els fa massa aptes per a les carteres de les companyies asseguradores. A més a més, són més il·líquids que la majoria d'instruments financers.

**Quadre 6.8.- Índexs sector immobiliari**

Índexs sector immobiliari									
Índex	Actual	12 mesos		Canvi					
		Màxim	Mínim	2006	2007	2008	2009	2010	2011*
GPR 250 PSI Global US\$	310	358	276	41,4%	-8,3%	-46,2%	34,2%	22,9%	-4,4%
GPR 250 PSI Europa	310	370	292	50,3%	-32,7%	-51,0%	41,2%	17,0%	-7,5%
<b>GPR 250 PSI Espanya</b>	511	1.384	511	104,6%	-49,8%	-29,2%	18,2%	-42,1%	-34,3%
GPR 250 PSI Alemanya	31	44	31	60,3%	-36,9%	-62,9%	20,3%	31,6%	-22,9%
GPR 250 PSI França	736	891	688	71,4%	-21,2%	-33,4%	51,7%	13,9%	-5,5%
GPR 250 PSI Itàlia	147	237	143	44,9%	-40,2%	-39,2%	28,8%	1,3%	-23,9%
GPR 250 PSI Regne Unit	261	317	225	47,3%	-35,5%	-45,4%	12,7%	5,0%	0,1%
GPR 250 PSI Països Baixos	297	377	280	42,2%	-10,9%	-36,6%	39,1%	14,7%	-16,4%
GPR 250 PSI Suïssa	601	634	527	24,8%	-16,5%	-3,7%	23,9%	29,5%	4,9%
GPR 250 PSI Àustria	41	56	39	28,0%	-37,4%	-84,9%	233,5%	23,3%	-23,2%
GPR 250 PSI Suècia	328	393	280	38,6%	-18,9%	-19,2%	21,0%	46,7%	-13,5%
GPR 250 PSI Estats Units	702	822	612	36,6%	-17,0%	-38,4%	26,1%	28,2%	0,2%
GPR 250 PSI Canadà	54	58	47	25,4%	-4,7%	-37,9%	54,1%	24,5%	6,9%
GPR 250 PSI Singapur	400	501	400	69,8%	3,7%	-52,3%	78,1%	2,7%	-15,5%
GPR 250 PSI Hong Kong	1.262	1.585	1.255	29,9%	62,3%	-54,4%	90,3%	27,9%	-17,1%
GPR 250 PSI Japó	49	64	49	25,8%	-11,6%	-46,8%	6,4%	14,7%	-19,3%
GPR 250 PSI Austràlia	447	519	428	34,7%	-7,9%	-52,8%	9,4%	-0,6%	-8,0%

Font: Bloomberg. Dades a 23-08-2011, en divisa local.

\* YTD (Year to Date): Canvi des de principis d'any

<sup>73</sup> Segons dades de l'Institut Nacional d'Estadística, la concessió de préstecs per a la compra d'habitatges s'ha desplemat el 42,4% interanual, el mes de juny de 2011. Aquesta variable ha encadenat 14 mesos consecutius disminuint.

## 7. Perspectives econòmiques

Hi ha dubtes sobre la posició cíclica de l'economia mundial. Es podria encarar una desacceleració un altre cop durant el segon semestre de 2011, o durant l'exercici 2012. Molts analistes vaticinen més moments de sacrifici i contracció pels pròxims anys. Tenint en compte que l'article 50 del ROSSP estableix que els actius aptes per cobertura han de ser admesos a negociació en un mercat regulat en l'àmbit de l'OCDE, és d'interès conèixer les previsions macroeconòmiques d'aquest organisme, recollides en el quadre 7.1.

Quadre 7.1.- Previsions macroeconòmiques OCDE, 2011-2012

PREVISIONS MACROECONÒMIQUES OCDE			
Variable	2010	2011	2012
<b>Creixement del PIB</b>			
Estats Units	2,9	2,6	3,1
Zona de l'euro	1,7	2,0	2,0
Japó	4,0	-0,9	2,2
OCDE	2,9	2,3	2,8
<b>Inflació</b>			
Estats Units	1,7	1,9	1,3
Zona de l'euro	1,6	2,6	1,6
Japó	-0,7	0,3	-0,2
OCDE	1,8	2,3	1,7
<b>Taxa d'atur</b>			
Estats Units	9,6	8,8	7,9
Zona de l'euro	9,9	9,7	9,3
Japó	5,1	4,8	4,6
OCDE	8,3	7,9	7,4
<b>Creixement comerç mundial</b>	12,5	8,1	8,4
<b>Saldo balança compte corrent</b>			
Estats Units	-3,2	-3,7	-4,0
Zona de l'euro	0,2	0,3	0,8
Japó	3,6	2,6	2,5
OCDE	-0,6	-0,7	-0,7
<b>Saldo balança fiscal</b>			
Estats Units	-10,6	-10,1	-9,1
Zona de l'euro	-6,0	-4,2	-3,0
Japó	-8,1	-8,9	-8,2
OCDE	-7,7	-6,7	-5,6
<b>Tipus d'interès curt termini</b>			
Estats Units	0,5	0,8	1,9
Zona de l'euro	0,8	1,3	2,0
Japó	0,2	0,3	0,2

Font: OCDE (2011): *Economic Outlook* N° 89 (25-05-2011)

2010: Dada observada

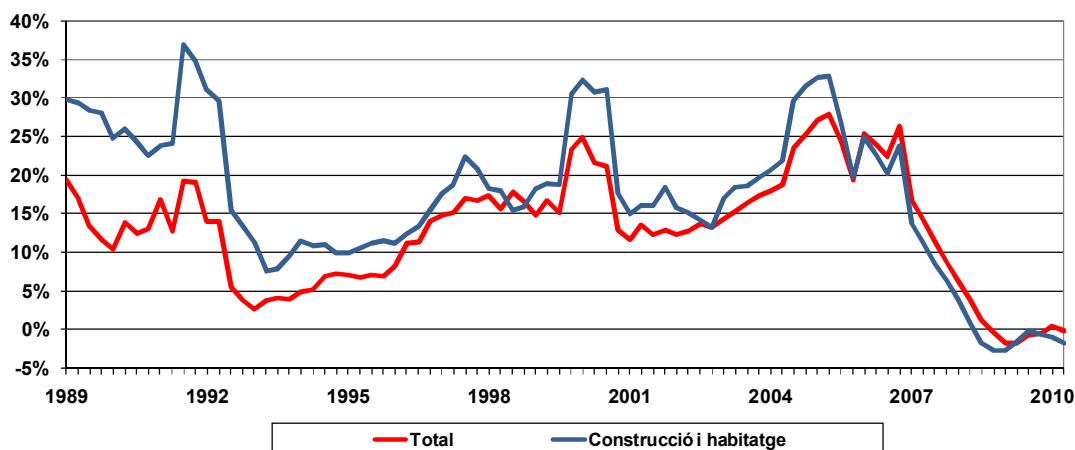
A continuació, s'esbossen alguns aspectes relacionats amb la situació econòmica i política dels principals mercats on les asseguradores espanyoles tenen inversions: Espanya, Zona Euro, Estats Units, Japó i la Xina. També s'ha inclòs un conjunt d'indicadors econòmics fonamentals d'aquestes àrees geogràfiques, amb l'evolució des de l'any 2009 fins l'actualitat. Finalment, en el cas espanyol, s'han incorporat les perspectives macroeconòmiques dels serveis d'estudis més rellevants.

**Espanya:** El gran problema de l'economia espanyola és la limitada capacitat d'estalvi dels seus ciutadans durant un decenni, i el fort endeutament. Aquesta realitat va desembocar en un fort desequilibri en els intercanvis amb la resta de països. El boom immobiliari i financer viscut va fer que Espanya gaudís d'unes altes taxes d'inversió. Aquesta és una característica més pròpia d'una economia emergent.

Això va ser possible perquè la resta del món no tenia cap inconvenient en seguir concedint crèdit als bancs, empreses i famílies espanyoles, fins que el nivell de deute extern, l'any 2009, va assolir el 167% del PIB. El més paradigmàtic del cas espanyol ha estat el ritme d'endeutament. S'ha triplicat, des de l'any 2002 (0,6 bilions), a 2009 (1,76 bilions).

El gràfic 7.1 mostra l'evolució de la taxa de creixement interanual del crèdit, comparant-la amb la taxa de creixement interanual del crèdit amb finalitat construcció i habitatge, des de l'any 1988, fins a l'actualitat (l'última dada disponible correspon al primer trimestre de 2011). Si bé el crèdit ja havia crescut en d'altres èpoques de boom a taxes al voltant del 25% (període 1989-1992, o en l'any 2000), la proporció del crèdit destinat a finançar la construcció i l'habitatge mai havia pesat tant. Al principi del període, suposava un 19,05%, mentre que actualment representa un 42,08%. El màxim es va assolir durant el primer trimestre de 2006, quan va arribar al 45,68%.

**Gràfic 7.1.- Crèdit segons finalitat, 1988-2011**



Font: Banc d'Espanya (2011): *Indicadores económicos. Capítulo 8.9*

D'altra banda, el nivell de deute públic no és alarmant. Ara bé, per cada 100 punts bàsics de rendibilitat addicional que han de satisfer els bons espanyols, significa que, entre 10.000 i 12.000 milions d'euros s'hauran de destinar al servei d'aquest deute. Això implica un drenatge de fons d'inversió productiva. Per tant, l'increment de la prima de risc<sup>74</sup> té un efecte lesiu directe sobre l'activitat econòmica. En l'àmbit privat, òbviament, la prima de risc al voltant dels 300 punts també és molt negativa, ja que encareix els costos de finançament de les empreses, torpedinant la seva competitivitat, i redueix el crèdit que concedeix la banca.

Fins ara, les receptes d'austeritat no han aconseguit que els inversors recuperin la confiança en el mercat espanyol. I tampoc han creat l'ocupació necessària per reduir la taxa d'atur, que supera el 20%. Aquest fet deprimeix la demanda interna, i per tant l'empresariat no té més remei que intentar redirigir la seva oferta cap a la demanda externa (el 70% de les exportacions espanyoles es dirigeixen a la Unió Europea). Com que la demanda interna és feble, les importacions s'han reduït, i ha millorat la balança de pagaments.

#### Quadre 7.2.- Principals indicadors econòmics d'Espanya

ESPANYA			
PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS	2009	2010	2011*
PIB real	-3,7	-0,1	0,8
Consum privat	-4,3	1,3	0,7
Consum públic	3,2	-0,7	1,1
Inversió	-16,0	-7,5	-5,8
Béns d'equipament	-24,8	1,9	0,3
Construcció	-11,9	-11,1	-10,2
IPC	0,8	3,0	3,6
Ocupació	-6,6	-2,3	-1,4
Taxa d'atur (% població activa)	18,0	20,1	21,3
Dèficit públic (% PIB)	-11,1	-9,2	-
Deute públic (% PIB)	53,1	60,0	-

(\*) 1er. Trimestre.

FONTS: Eurostat, Banc Central Europeu, i Comissió Europea

<sup>74</sup> La prima de risc mesura la diferència entre la rendibilitat d'un bo, i la rendibilitat del bo considerat refugi. Els bons refugi són considerats els emesos per Alemanya, Estats Units o Japó. Habitualment, es comparen les rendibilitats a 10 anys.



### Quadre 7.3.- Previsions macroeconòmiques per Espanya, 2011-2012

PREVISIONS MACROECONÒMIQUES: ECONOMIA ESPANYOLA																				
Variable	Dades observades		BANCO DE ESPAÑA		COMISSIÓ EUROPEA		OCDE		FMI		SANTANDER		BBVA		LA CAIXA		FUNCAS		CONSENS	
	2009	2010	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012
PIB	-3,7	-0,1	0,8	1,5	0,8	1,5	0,9	1,6	0,8	1,6	0,8	1,5	0,9	1,6	0,5	1,5	0,9	1,5	0,8	1,5
Consum privat	-4,3	1,3	0,7	1,0	0,8	1,1	0,4	1,6	1,3	1,4	0,5	1,0	0,4	0,9	0,4	1,3	0,3	1,2	0,6	1,2
Consum públic	3,2	-0,7	-1,1	-0,9	-1,4	-0,3	-1,7	-1,3	-1,1	-1,6	-0,7	-0,4	-1,1	-0,3	-0,2	-0,9	-1,0	-1,1	-1,0	-0,9
Inversió	-16,0	-7,5	-3,1	3,6	-3,4	1,8	-3,4	2,0	-2,7	4,0	-3,6	2,1	-3,8	2,4	-4,4	1,0	-4,7	-0,6	-3,6	2,0
Béns d'equipament	-24,8	1,9	2,9	6,7	3,1	4,4	0,8	5,2	-	-	3,4	4,6	2,6	4,9	1,5	6,8	1,8	3,9	2,3	5,2
Construcció	-11,9	-11,1	-7,5	1,3	-7,4	0,2	-6,6	-0,4	-	-	-7,0	0,5	-7,7	1,2	-8,3	-2,0	-9,6	-4,7	-7,7	-0,6
Demanda externa (contr. al PIB)	2,7	1,1	-	-	-0,6	1,0	-0,9	1,0	-0,1	1,4	-0,6	0,8	-0,9	1,0	1,3	0,7	1,8	1,1	0,0	1,0
IPC	0,8	3,0	2,9	1,5	3,0	1,4	2,9	0,9	2,6	1,5	3,1	1,8	2,9	1,3	3,2	1,7	3,2	1,6	3,0	1,5
Ocupació	-6,6	-2,3	-0,6	1,0	-0,6	0,9	-0,7	0,9	0,3	1,0	-0,5	0,6	-0,7	0,7	-0,7	0,8	-1,0	0,5	-0,6	0,8
Taxa d'atur (% pob. Activa)	18,0	20,1	20,7	20,4	20,6	20,2	20,3	19,3	19,4	18,2	20,6	20,3	20,8	20,5	20,8	20,2	20,8	20,4	20,5	19,9
Cap. (+) o nec (-) finançament (% PIB)	-5,1	-3,9	-3,7	-3,7	-4,1	-4,1	-2,9	-2,3	-4,8	-4,5	-4,3	-3,7	-2,9	-2,4	-3,7	-3,4	-3,7	-3,4	-3,8	-3,4
Saldo AP (% PIB)	-11,1	-9,2	-6,2	-5,2	-6,3	-5,3	-6,3	-4,4	-6,2	-5,6	-6,2	-4,8	-6,0	-4,4	-6,4	-5,2	-6,5	-4,9	-6,3	-5,0
Deute AP (% PIB)	53,1	60,0	-	-	68,1	71,0	67,6	68,8	-	-	-	-	-	-	70,0	73,6	67,6	71,7	68,3	71,3

Fonts: Banco de España: Boletín Estadístico Marzo 2011. Informe de proyecciones de la economía española (17-03-2011) / Comisión Europea - Commission Staff Working Document. European Economic Forecast (13-05-2011) /

OCDE - Economic Outlook Nº 89 (25-05-2011) / FMI - Perspectivas de la Economía Mundial al Día (17-06-2011) / Santander - Servicio de Estudios (04-05-2011) / BBVA - Situación España. Mayo 2011 (11-05-2011)

La Caixa - Escenari econòmic-financer 08 2011 (25-07-2011) / Funcas - Previsiones económicas para España, 2011-2012 (23-05-2011)

Taxa de variació anual en percentatge

**Zona Euro:** A finals dels anys 90 es va impulsar la creació d'una política monetària comuna, orquestrada pel Banc Central Europeu. Ara bé, caldria que els líders polítics europeus avancin en el camí de la integració, creant un ministeri d'hisenda comú, per tal de que es pugui instrumentar una política fiscal comuna.

Fins ara, els mitjans de control fiscal a la zona euro s'han mostrat obsolets. Hi ha lentitud per part dels governs a l'hora de prendre mesures per tal de normalitzar els mercats financers. No hi ha una estructura supranacional que pugui aturar els atacs de l'economia especulativa. Es diu que hi ha una lluita entre el poder polític i el poder financer, que amenaça l'estat de benestar.

Els mercats penalitzen l'actual estructura organitzativa política europea, on regna la burocràcia multilateral. Molts agents demanden un lideratge fort, que tiri endavant iniciatives amb decisió. Cal impulsar mecanismes que evitin atacs especulatius contra els països.

En aquest sentit, la creació del fons d'estabilitat financera europea, pendent d'aprovació per part dels parlaments i els governs de cada un dels Estats Membres de la zona euro, i que probablement sigui una realitat al setembre de 2011, serà una gran fita.

Aquest fons posarà de manifest la coordinació dels governs, i serà un pas endavant significatiu per acabar amb les turbulències que han commocionat l'economia recentment. La incògnita és si aquest mecanisme d'estabilitat té la mida suficient per afrontar nous episodis d'stress en títols sobirans amb major importància sistèmica, com Espanya o Itàlia. Una altra iniciativa, l'emissió d'eurobons, sembla que ha quedat descartada, de moment.



Quan es desbloquegi l'entramat burocràtic i polític, es preveu una moderació dels rendiments del deute sobirà perifèric. Però només serà una moderació parcial, ja que hi haurà una competència ferotge entre els diferents tresors europeus per atraure inversors.

Els estats europeus afronten un camí ple d'ajustos i desapalancament, que entorpirà el creixement. L'establiment de polítiques pressupostàries i fiscals restrictives restringiran la capacitat de despesa. El creixement a Europa pot venir del sector exterior, a través de la demanda interna de les societats emergents.

**Quadre 7.4.- Principals indicadors econòmics de la Zona Euro**

ZONA EURO			
PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS	2009	2010	2011*
PIB real	-4,1	1,7	2,5
Vendes al detall	-2,5	0,8	0,0
Confiança del consumidor (1)	-24,8	-14,0	-10,6
Producció industrial	-14,7	7,5	6,6
Sentiment econòmic (1)	80,7	100,8	107,4
Taxa d'atur (2)	9,4	10,0	9,9
Preus de consum	0,3	1,6	2,5
Balança comercial (3)	10,7	4,6	-9,7
Tipus d'interès Euribor 3 mesos	1,2	0,8	1,1
Tipus de canvi efectiu nominal de l'euro (4)	111,7	104,7	103,7

(\*) 1er. Trimestre.

(1) Valor.

(2) Percentatge sobre població activa.

(3) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions d'euros.

(4) Canvi ponderat pels fluxos de comerç exterior. Valors més grans impliquen apreciació de la divisa.

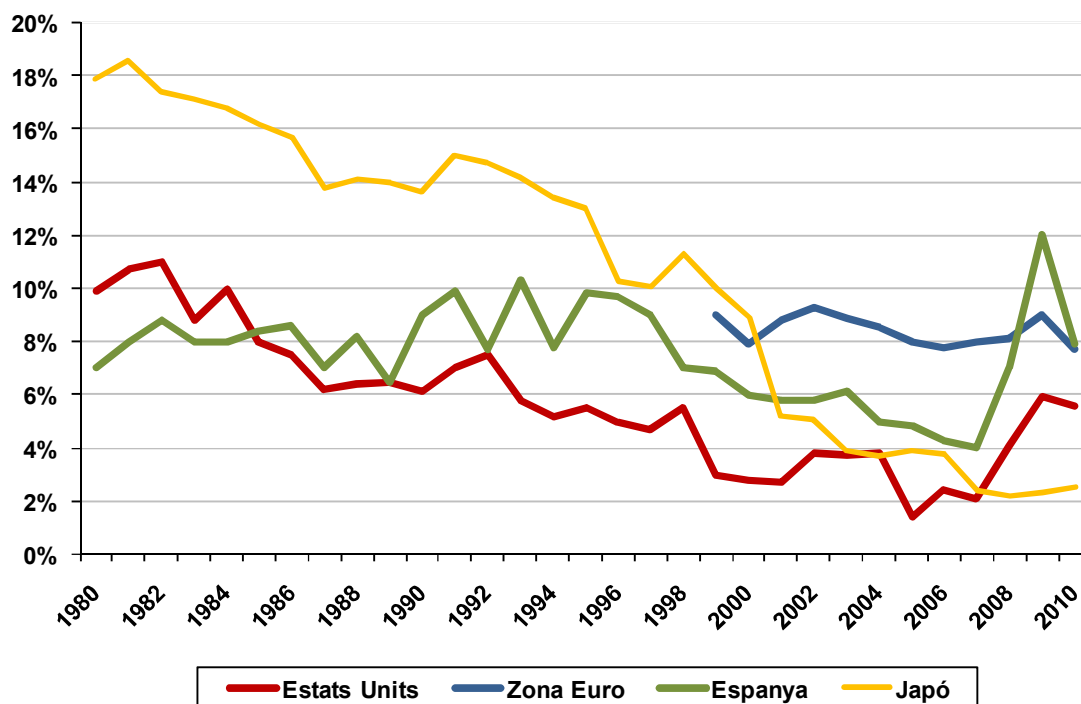
FONTS: Eurostat, Banc Central Europeu, i Comissió Europea

**Estats Units:** Els principals problemes de l'economia nord-americana són la taxa d'atur, el lent creixement econòmic, un fort dèficit i el seu alt endeutament. Un terç del deute total del planeta és nord-americà, superant els 14,3 bilions de dòlars. Una de les raons per les quals EE.UU s'ha endeutat tant és per sostenir la seva despesa militar, que ja suposa el 4,8% del PIB, l'any 2010<sup>75</sup>.

El gràfic 7.2 mostra l'evolució de les taxes d'estalvi de les llars (percentatge sobre la renda bruta disponible), dels Estats Units, la Zona Euro, Espanya i Japó, en el període 1980-2010. Es pot observar com els nord-americans porten dècades estalviant en termes molt moderats.

<sup>75</sup> Stockholm International Peace Research Institute (2011): *SIPRI Yearbook 2011*. La partida de defensa, als Estats Units, va representar el 4,8% del PIB, l'any 2010. A la Xina, el 2,1%, al Regne Unit, el 2,7%, a França, el 2,3%, i a Rússia, el 4%. Aquests són els cinc països que més gasten, en xifres absolutes. La mitjana mundial és el 2,6%. Eritrea, Aràbia Saudita i Oman s'emporten el podi, amb un 20,9%, 11,2% i 9,7%, respectivament.

Gràfic 7.2.- Taxa d'estalvi de les llars, 1980-2010



Font: OCDE (Pàgina web)

La rebaixa de S&P de la nota de l'economia més poderosa del món, per primera vegada a la història, és un toc d'atenció a l'hegemonia d'EE.UU. D'altra banda, el dòlar ja no és l'única divisa de reserva global. Són dos mostres més de que l'equilibri geopolític mundial trontolla, i que s'està movent, en detriment dels blocs tradicionals (EE.UU. i Europa occidental), i en favor de les economies emergents. Tot i així, els inversors continuaran considerant el deute del Tresor nord-americà com a valor refugi, i més tenint en compte l'actual terrabastall del deute de la zona euro.

En relació a l'elevació del sostre d'endeutament realitzat l'agost de 2011, cal recordar que, durant el bienni 1995-1996, amb Bill Clinton a la Casa Blanca, ja es va produir una situació similar. En aquells moments, van ser Fitch i Moody's qui van posar en revisió negativa el rating del Tresor. Doncs bé, aquella crisi fiscal va produir un alentiment en el ritme de creixement de l'ocupació. Així doncs, és d'esperar que la incertesa en el terreny fiscal es torni a traslladar al mercat laboral, ja que, fins que no es clarifiqui si es pujaran impostos, o es retallaran despeses socials, hi haurà empreses que posposaran les seves decisions de contractació.

Davant de la publicació de xifres d'activitat decebedores, alguns agents de mercats ja tornen a parlar de la conveniència d'introduir un tercer programa de compra d'actius (*Quantitative Easing 3*, o QE3). La majoria d'analistes consideren que la Fed no apujarà tipus fins l'any 2013.

Quadre 7.5.- Principals indicadors econòmics d'Estats Units

ESTATS UNITS			
PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS	2009	2010	2011*
PIB real	-2,6	2,9	2,3
Vendes al detall	-7,0	6,4	8,2
Confiança del consumidor (1)	45,2	54,5	66,9
Producció industrial	-11,2	5,3	5,3
Índex activitat manufacturera (ISM) (1)	46,3	57,3	61,1
Habitatges iniciats	-38,4	5,6	-5,3
Taxa d'atur (2)	9,3	9,6	8,9
Preus de consum	-0,4	1,6	2,1
Balança comercial (3)	-381,3	-500,0	-521,2
Tipus d'interès interbancari 3 mesos (1)	0,7	0,3	0,3
Tipus de canvi efectiu nominal (4)	77,7	75,6	72,1

(\*) 1er. Trimestre.

(1) Valor.

(2) Percentatge sobre població activa.

(3) Saldo acumulat de 12 mesos de la balança de béns i serveis. Milers de milions de dòlars.

(4) Índex del tipus de canvi ponderat pels fluxos del comerç exterior. Valors més grans impliquen apreciació de la divisa.

FONT: OCDE

**Japó:** El país del sol naixent té una importància cabdal en el procés de subministrament d'indústries amb un fort poder arrossegador, com són l'automoció, la maquinària i la tecnologia. El terratrèmol de Fukushima, al mes de març d'enguany, ha jugat, sens dubte, un paper en l'alentiment de l'activitat industrial. Ara bé, la reconstrucció és previsible que exerceixi un efecte trampolí, i que es recuperi l'activitat a finals d'any.

Com no pot ser d'altra manera, el finançament de la reconstrucció implicarà un augment del dèficit públic, que ja rondava el 8,14%, a 31 de desembre de 2010. Des de l'any 2006, Japó ha tingut cinc primers ministres. Aquesta inestabilitat política impedeix dur a bon port qualsevol pla de reducció del deute públic, que ja suposa al voltant del 194% del PIB, segons dades de l'OCDE.

Moody's ha rebaixat recentment el rating de Japó, situant-lo en Aa3.

### Quadre 7.6.- Principals indicadors econòmics del Japó

JAPÓ			
PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS	2009	2010	2011*
PIB real	-6,3	4,0	-0,7
Vendes al detall	-2,3	2,5	-3,0
Producció industrial	-21,8	16,6	-2,5
Índex d'activitat empresarial (Tankan) (1)	-40,8	0,0	6,0
Habitatges iniciats	-27,7	2,7	3,2
Taxa d'atur (2)	5,0	5,1	4,7
Preus de consum	-1,3	-0,7	0,0
Balança comercial (3)	4,0	7,9	6,5
Tipus d'interès interbancari 3 mesos (4)	0,6	0,4	0,3
Tipus de canvi efectiu nominal (5)	98,6	106,0	110,6

(\*) 1er. Trimestre.

(1) Valor de l'índex.

(2) Percentatge sobre població activa.

(3) Saldo acumulat de 12 mesos. Bilions de iens.

(4) Percentatge.

(5) Índex ponderat pels fluxos de comerç exterior. Valors més grans impliquen apreciació de la divisa. Mitjana de 2000=10

FONT: OCDE

**Xina:** El gegant asiàtic ja és la segona potència econòmica mundial, per PIB. Amb una població que supera els 1.300 milions de ciutadans, encara és lluny dels nivells de riquesa per habitant del conjunt de països de l'OCDE<sup>76</sup>. La Xina va créixer per sobre del 10%, l'any passat, i la inflació porta un recorregut a l'alça, que les autoritats monetàries estan intentant aturar.

El crèdit hipotecari creix a un ritme superior al 20% anual des de fa anys, i el Banc de la Xina ha elevat diverses vegades els requeriments de reserves de capital als bancs comercials, per tal de treure gasolina a l'incendi. Pekín disposa de la major reserva de divises estrangeres del planeta, 3,2 bilions de dòlars, de les quals, 1,2 bilions són títols del Tresor nord-americà.

Des de l'any 2000, el sector de les assegurances ha crescut a un ritme mig del 27% a l'any. El volum d'actius del sector assegurador és el segon més gran d'Àsia, després del Japó. Actualment, el govern està retirant les restriccions d'inversió que tenien les companyies asseguradores, i es permet la inversió en immobles. Els bons estatals a llarg termini, i els corporatius, són escassos i poc líquids, la qual cosa dificulta la gestió d'actius i passius.

Les projeccions del Fons Monetari Internacional de creixement de la producció mundial, per l'any 2011, són del 4,3%. Però aquesta dada amaga dues veloci-

<sup>76</sup> L'any 2008, la renda per càpita anual en els països de l'OCDE era de \$33.732. L'any 2010, la renda per càpita anual de la Xina va ser de \$4.382, ocupant la 94a posició, segons la classificació del Fons Monetari Internacional (FMI).

tats. Mentre les economies desenvolupades avançaran un 2,2%, els països emergents augmentaran el 6,6%. En relació a l'any 2012, els pronòstics apunten cap a un increment del 4,5% mundial, amb un creixement del 2,6% dels desenvolupats, i un avanç del 6,4% dels emergents. Doncs bé, tornarà a ser la Xina qui estiri del carro, amb una previsió de creixement del PIB del 9,6% l'any 2011, i del 9,5% l'any 2012<sup>77</sup>.

**Quadre 7.7.- Principals indicadors econòmics de la Xina**

<b>XINA</b>			
<b>PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011*</b>
PIB real	9,2	10,3	9,7
Producció industrial	12,5	14,5	14,9
Producció elèctrica	6,8	14,0	12,1
Preus de consum	-0,7	3,3	5,1
Balança comercial (1)	196,0	184,0	169,0
Tipus d'interès de referència (2)	5,3	5,8	6,1
Renminbi per dòlar	6,8	6,8	6,6

(\*) 1er. Trimestre.

(1) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions de dòlars.

(2) Percentatge a final del període.

FONTS: Oficina Nacional d'Estadístiques, i Thomson Reuters Datastream

<sup>77</sup> Fons Monetari Internacional (2011): *Perspectives de la Economia Mundial al Dia*



## 8. Indicadors econòmics claus

Un indicador econòmic és una estadística, una xifra que representa la medició d'una variable significativa, en el terreny econòmic, en un període concret. L'objectiu d'aquest capítol és treure l'entrellat dels més rellevants, focalitzant l'atenció en els indicadors d'EE.UU., ja que contribueixen a marcar el ritme en els mercats financers mundials, i són els més desconeguts en el nostre àmbit geogràfic.

Molts analistes financers segueixen puntualment la publicació d'aquests indicadors, ja que són la clau per deduir el comportament futur dels tipus d'interès i de les borses. L'analista ha de ser selectiu, i fixar-se només en els més importants, ja que un excés d'informació és desinformació.

L'estudi i seguiment dels principals indicadors econòmics permet:

- Comprendre millor el funcionament de l'economia
- Comparar l'evolució de diferents països
- Analitzar les empreses i els seus productes
- Realitzar prediccions i entendre millor les notícies econòmiques
- Jutjar la política econòmica del govern
- Obtenir la millor taxa de rendibilitat on invertir
- Avaluar la conveniència d'un nou projecte d'inversió, tirar endavant una oferta d'adquisició, o començar la penetració en nous mercats

Actualment, hi ha dos grans empreses que es dediquen a vendre informació a la comunitat inversora: Bloomberg i Reuters. Aquests subministradors publiquen les estadístiques al mateix moment que són editades per les fonts originals, tot facilitant la feina als analistes d'inversió. Tot i això, des de l'aparició d'internet, qualsevol pot tenir accés a aquests indicadors, i l'avantatge que tenien els economistes i d'altres professionals del món de la inversió ha desaparegut. El que ara cal és saber interpretar-los adequadament.

Les fonts d'informació poden ser (i) d'àmbit nacional o internacional, i (2) de naturalesa pública o privada. Òbviament, no són categories excloents.

**Fons d'àmbit nacional:** cada país té les seves pròpies fonts estadístiques. Hi ha casos en que un organisme ministerial publica una determinada informació (per exemple, l'Institut Nacional d'Estadística (INE) publica l'Índex de Preus al Consum (IPC)). Però en d'altres ocasions, si les xifres involucren diferents ministeris, com és el cas del Producte Interior Brut (PIB), la font aglutinadora és el Banc d'Espanya (BdE). En general, les fonts dels bancs centrals contenen dades monetàries.

A nivell europeu, els instituts més prestigiosos són l'Oficina Federal d'Estadística d'Alemanya (Statistisches Bundesamt Deutschland), l'Institut Nacional d'Estadística i d'Investigacions Econòmiques (Institut National de la Statistique et des Études Économiques - INSEE), de França, i Estadístiques Nacionals del Regne Unit (UK National Statistics). Pel que fa als EE.UU., la font més extensa és el Ministeri de Comerç (Department of Commerce).

**Fonts d'àmbit internacional:** les organitzacions internacionals publiquen informes i estadístiques relacionades amb l'evolució dels seus estats membres, i les agregen. Els organismes més reputats són:

- Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmic (OCDE): el seu informe mensual, anomenat *Main Economic Indicators*, cobreix la producció, els preus i el comerç dels seus 34 països membres.
- Fons Monetari Internacional (FMI): l'informe mensual, *International Financial Statistics*, conté les dades monetàries, PIB, intercanvis comercials, i tipus de canvi dels 187 estats membres.
- Organització de les Nacions Unides (ONU): el *Monthly Bulletin of Statistics* inclou xifres de producció i comerç, amb un gran detall. Són interessants les dades de producció de diverses mercaderies, com el petroli, ferro i l'acer.
- Comissió Europea (CE): l'oficina estadística de la Unió Europea (UE), en dependència de la CE, edita els seus informes amb xifres comparatives dels països membres de la UE.

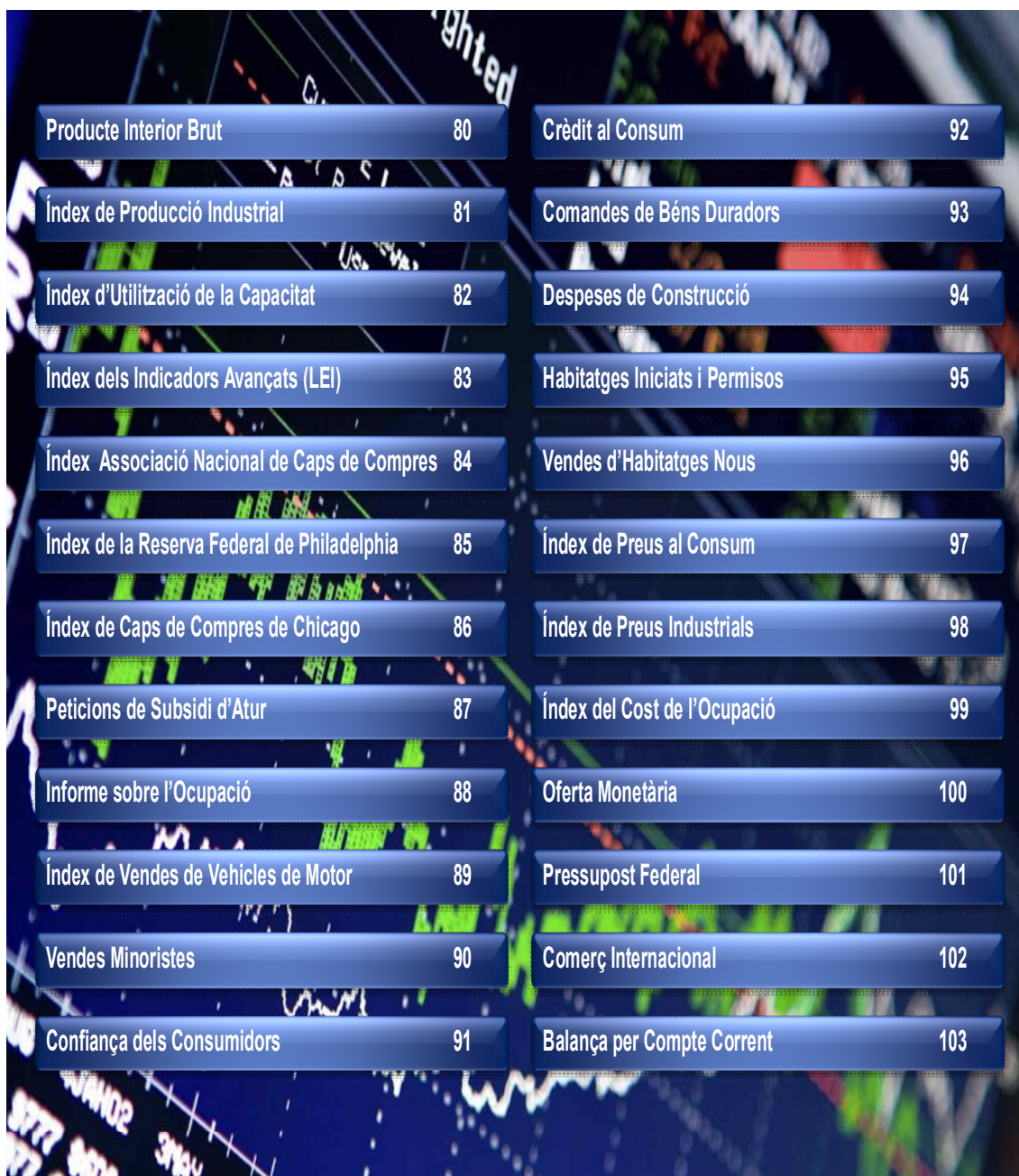
**Fonts de naturalesa pública:** a part de les ja citades en l'apartat "Fonts d'àmbit nacional", d'altres publicacions estadístiques útils són el *Federal Reserve Bulletin*, del Comitè de Governadors de la Reserva Federal d'EE.UU., el *Survey of Current Business*, del Ministeri de Comerç, o el *Financial and Economic Statistics Monthly*, del Banc de Japó.

**Fonts de naturalesa privada:** les confederacions empresarials són les més actives, com l'Associació Nacional Americana de Directors de Compres (US National Association of Purchasing Managers), o la Confederació de la Indústria Britànica (Confederation of British Industry - CBI). També hi ha fundacions, sense ànim de lucre, que es dediquen a fomentar l'associacionisme empresarial i la investigació econòmica, com el The Conference Board, entitat fundada als EE.UU., l'any 1916, que publica l'índex dels indicadors avançats.

A continuació, s'identifiquen els principals indicadors econòmics americans, proporcionant-ne el nom original, la descripció, la font, la periodicitat de publicació, i un breu comentari, que valora la seva utilitat. Aquests indicadors estan classificats en diferents grups: producció, ocupació, consum, inversió, preus, agregats monetaris i sector exterior. A efectes il·lustratius, s'ha inclòs un gràfic amb l'evolució de cada un d'aquests indicadors econòmics. L'àmbit temporal de la majoria d'aquests gràfics comença l'any 1980, i finalitza amb l'última xifra publicada. En aquells casos en que no ha estat possible fixar la data d'inici l'any 1980, s'ha triat la data més antiga disponible.



**Figura 8.1.- Índex dels indicadors econòmics nord-americans**



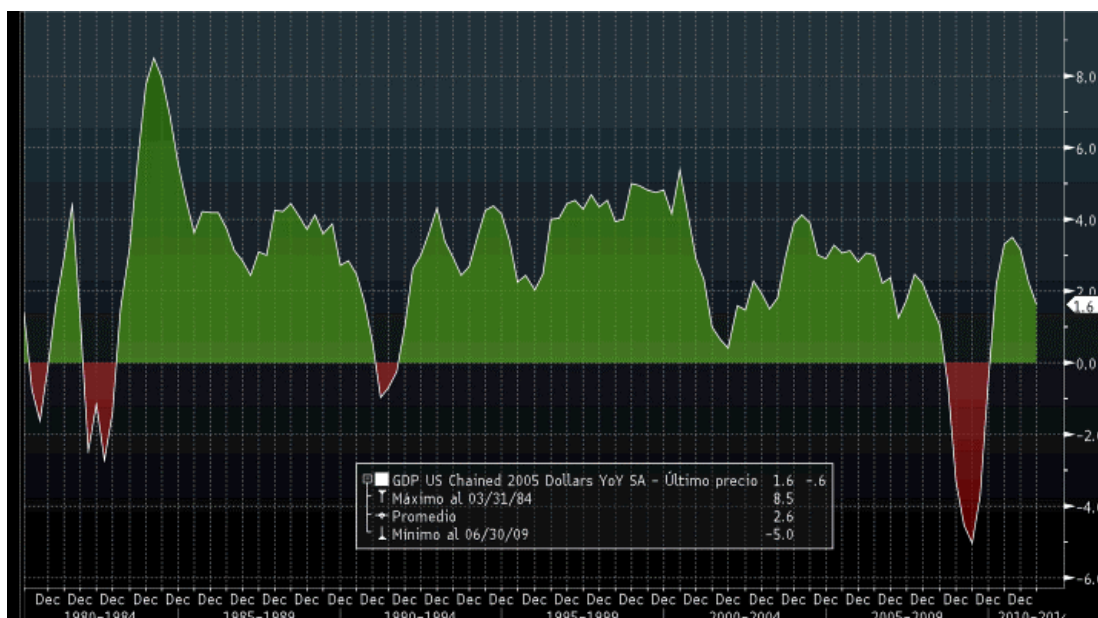
Producte Interior Brut	80	Crèdit al Consum	92
Índex de Producció Industrial	81	Comandes de Béns Duradors	93
Índex d'Utilització de la Capacitat	82	Despeses de Construcció	94
Índex dels Indicadors Avançats (LEI)	83	Habitatges Iniciats i Permisos	95
Índex Associació Nacional de Caps de Compres	84	Vendes d'Habitatges Nous	96
Índex de la Reserva Federal de Philadelphia	85	Índex de Preus al Consum	97
Índex de Caps de Compres de Chicago	86	Índex de Preus Industrials	98
Peticions de Subsidi d'Atur	87	Índex del Cost de l'Ocupació	99
Informe sobre l'Ocupació	88	Oferta Monetària	100
Índex de Vendes de Vehicles de Motor	89	Pressupost Federal	101
Vendes Minoristes	90	Comerç Internacional	102
Confiança dels Consumidors	91	Balança per Compte Corrent	103

Al final de la descripció dels índexs, com a resum, s'ofereix el calendari previst de publicació d'aquests indicadors econòmics nord-americans durant el pròxim quadrimestre (setembre, octubre, novembre i desembre 2011).

### Quadre 8.1.- Producte Interior Brut

PRODUCCIÓ	OCUPACIÓ	CONSUM	INVERSIÓ	PREUS	AGREGATS MONETARIS	SECTOR EXTERIOR
<b>Indicador:</b> Producte Interior Brut						
<b>Nom original:</b> Gross Domestic Product (GDP)						
<b>Font:</b> Bureau of Economic Analysis. Department of Commerce						
<b>Descripció:</b> És l'indicador agregat descriptiu de la producció nacional generada en el període considerat. S'expressa en termes absoluts i relatius. També s'expressa en termes						
<b>Periodicitat:</b> Trimestral. Es publica un avanç el dia 25 del mes següent al trimestre analitzat. Les dades són revisades en dos ocasions en els dos mesos següents.						
<b>Comentari:</b> És l'indicador agregat del comportament de l'economia més important. No obstant això, no és tant cabdal pels mercats, ja que es publica amb poca freqüència. Hi ha d'altres indicadors que es publiquen amb més assiduïtat, i que també segueixen la tendència del cycle econòmic. El promig del creixement en els últims 30 anys se situa en el 2,6%. El consum privat representa el 67% del PIB, el consum públic (les compres del govern), un 18%; la inversió en actiu fixe, un 11%; i la inversió residencial, un 4%. El decrement de l'activitat econòmica viscuda l'any 2009 va ser el més fort en tres dècades.						

### Gràfic 8.1.- Producte Interior Brut, 1980-2011



## Quadre 8.2.- Índex de Producció Industrial

PRODUCCIÓ	OCUPACIÓ	CONSUM	INVERSIÓ	PREUS	AGREGATS MONETARIS	SECTOR EXTERIOR
<b>Indicador:</b> Índex de Producció Industrial						
<b>Nom original:</b> Index of Industrial Production (IIP)						
<b>Font:</b> Federal Research Board						
<b>Descripció:</b> L'índex inclou dos tipus de dades agrupades en base a dos criteris: per tipus d'activitat industrial (mineria, manufactura i serveis), i per tipus de producte (matèria prima, producte semi-el·laborat i producte acabat).						
<b>Periodicitat:</b> Mensual. Es publica el dia 15 del mes següent al mes analitzat.						
<b>Comentari:</b> La producció industrial és molt representativa del cicle econòmic, aproximadament representa un 25% del PIB. Té un comportament molt correlacionat respecte el PIB, encara que l'IPI és més volàtil. Així doncs, la direcció de l'IPI coincideix bàsicament amb la del PIB, però acostuma a reflexar l'evolució de l'economia en una escala amplificada. En èpoques expansives, el creixement de l'IPI dobla fàcilment el creixement del PIB. En èpoques recessives, passa el mateix.						

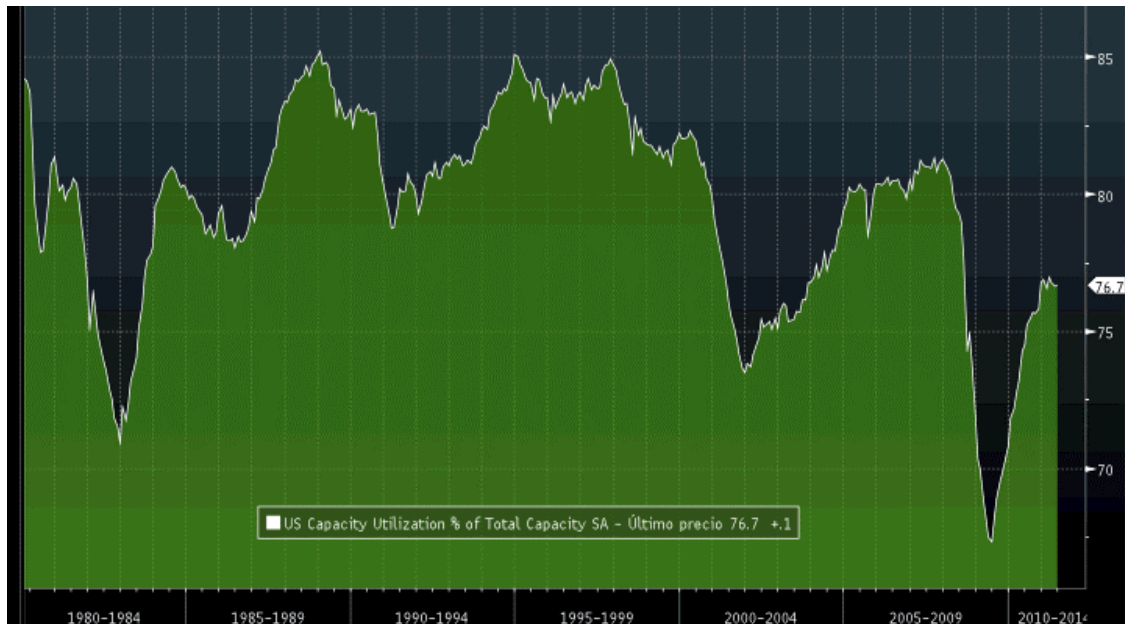
## Gràfic 8.2.- Índex de Producció Industrial, 1980-2011



### Quadre 8.3.- Índex d'Utilització de la Capacitat

PRODUCCIÓ	OCUPACIÓ	CONSUM	INVERSIÓ	PREUS	AGREGATS MONETARIS	SECTOR EXTERIOR
<b>Indicador:</b> Índex d'Utilització de la Capacitat						
<b>Nom original:</b> Capacity Utilization (CU)						
<b>Font:</b> Federal Research Board						
<b>Descripció:</b> Medeix el percentatge d'utilització de l'equip industrial sobre la seva capacitat màxima. Es basa en 250 sèries de dades obtingudes principalment d'associacions privades d'empreses i d'estimacions internes.						
<b>Periodicitat:</b> Mensual. Es publica a mitjans del mes següent a l'analitzat.						
<b>Comentari:</b> La utilitat d'aquest índex rau en que proporciona informació sobre el possible comportament de la inflació. Per sobre del 85%, acostuma a tenir una lectura inflacionista, i s'associa a una imminent plena capacitat de la indústria. L'augment d'inversió requerit per tal d'augmentar la capacitat instal·lada indueix a desajustos conjunturals entre l'oferta i la demanda, i això genera tensions inflacionistes.						

### Gràfic 8.3.- Índex d'Utilització de la Capacitat, 1980-2011

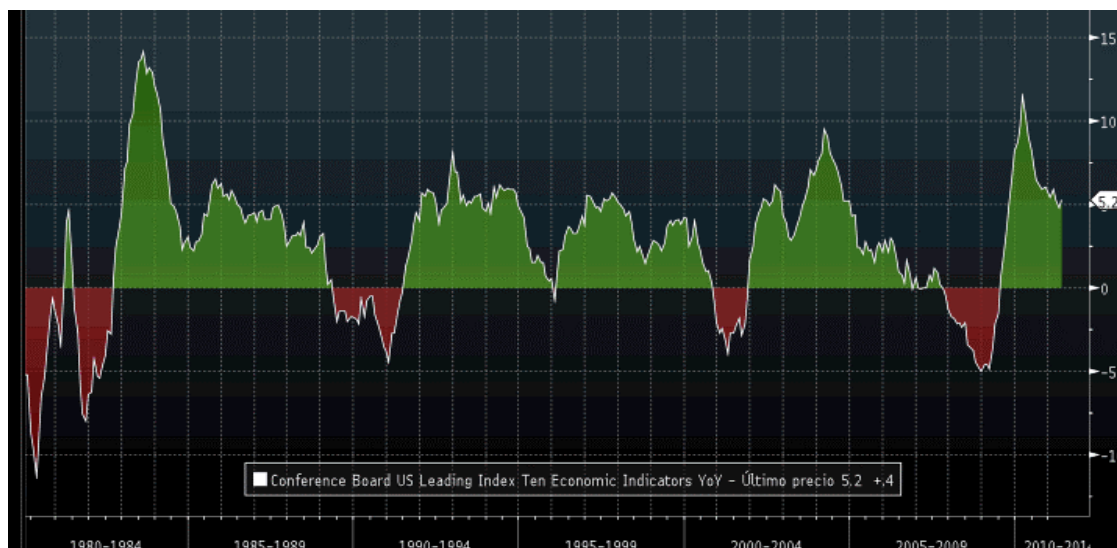




### Quadre 8.4.- Índex dels Indicadors Avançats (LEI)

PRODUCCIÓ	OCUPACIÓ	CONSUM	INVERSIÓ	PREUS	AGREGATS MONETARIS	SECTOR EXTERIOR
<b>Indicador:</b> Índex dels Indicadors Avançats (LEI)						
<b>Nom original:</b> Leading Economic Indicators (LEI)						
<b>Font:</b> The Conference Board						
<p><b>Descripció:</b> El National Bureau of Economic Research ha identificat 11 indicadors que, tradicionalment, es comporten d'una forma avançada respecte l'economia. El LEI és un indicador agregat que recull el comportament de tots ells. Són els següents:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1 - Promig setmanal d'hores treballades a la indústria</li> <li>2 - Promig setmanal de peticions de subsidi d'atur</li> <li>3 - Noves comandes de bens de consum i materials per a la indústria</li> <li>4 - Comportament de les vendes, % de companyies amb entregues més lentes</li> <li>5 - Contractes i comandes per noves plantes de producció i equipaments</li> <li>6 - Índex de nous permisos per a la construcció d'habitatges familiars</li> <li>7 - Canvis en les comandes no ateses de bens duraders</li> <li>8 - Canvis en els preus de materials sensibles</li> <li>9 - Oferta monetària M2</li> <li>10 - Índex d'expectatives del consumidor</li> <li>11 - Índex borsàtil S&amp;P 500</li> </ol>						
<b>Periodicitat:</b> Mensual. Es publica a finals del mes següent, o a principis del següent mes.						
<p><b>Comentari:</b> L'indicador mostra, de promig, un avanç proper a sis mesos respecte el cicle econòmic. La publicació continuada durant tres mesos de dades positives o negatives s'interpreta com un canvi de tendència. Tot i això, té poc impacte en els mercats, ja que, quan el LEI es publica, tots els seus components ja han sigut publicats. No obstant això, el LEI és un índex de gran tradició en l'àmbit econòmic.</p>						

### Gràfic 8.4.- Índex dels Indicadors Avançats (LEI), 1980-2011



### Quadre 8.5.- Índex de l'Associació Nacional de Caps de Compres

PRODUCCIÓ	OCUPACIÓ	CONSUM	INVERSIÓ	PREUS	AGREGATS MONETARIS	SECTOR EXTERIOR
<b>Indicador:</b> Índex de l'Associació Nacional de Caps de Compres						
<b>Nom original:</b> National Purchasing Managers Survey						
<b>Font:</b> National Association of Purchasing Management (NAPM)						
<b>Descripció:</b> Medeix l'activitat manufacturera, en base a l'anàlisi de la conducta dels caps de compres, exclosos els de la indústria petroliera. L'índex es divideix en cinc categories: comandes, producció, ocupació, inventaris i entregues de proveïdors. El càlcul de l'índex es basa en les respostes a enquestes repartides entre els caps de compres de 250 empreses. Aquests han de respondre si consideren que l'activitat és major, igual o inferior a la del mes anterior. Les respostes alcistes es valoren amb un punt, mentre que les respostes neutres es valoren amb mig punt. Així doncs, una distribució a terços (33% alcistes, 33% neutres i 33% baixistes) equival a 50 punts en l'índex.						
<b>Periodicitat:</b> Mensual. Es publica durant la primera setmana del mes següent.						
<b>Comentari:</b> Un nivell per sobre de 50 s'interpreta com una senyal expansiva, i viceversa, tot i que alguns estudis associen el nivell de 45 amb un creixement 0 del PIB. A partir de 45, cada punt addicional s'associa a un 0,3% de creixement del PIB.						

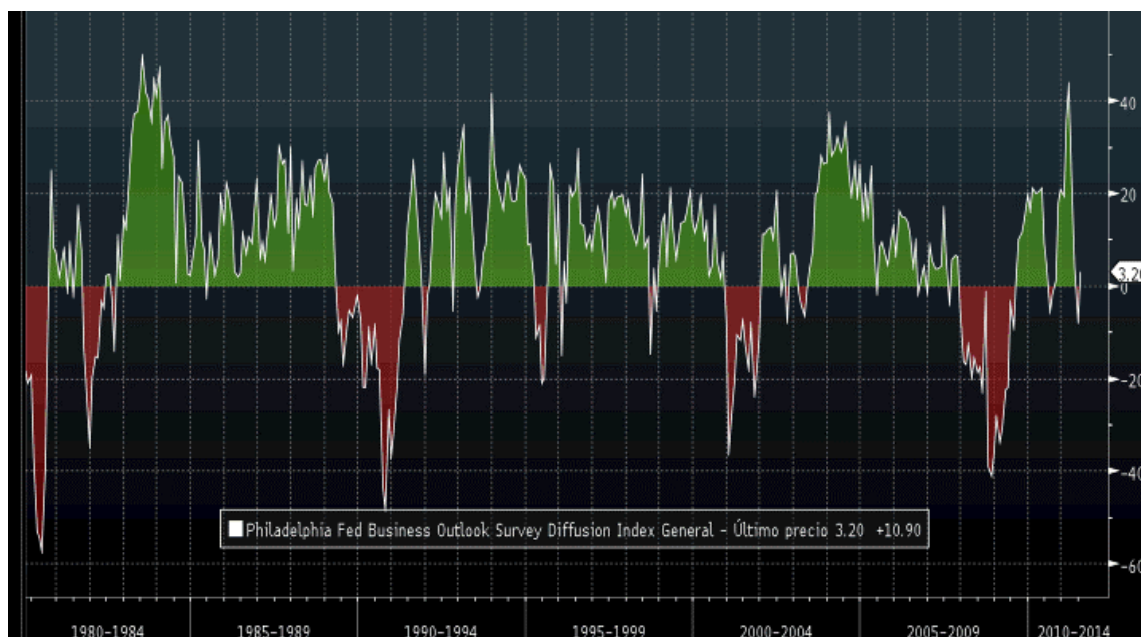
### Gràfic 8.5.- Índex de l'Associació Nacional de Caps de Compres, 1980-2011



### Quadre 8.6.- Índex de la Reserva Federal de Philadelphia

PRODUCCIÓ	OCUPACIÓ	CONSUM	INVERSIÓ	PREUS	AGREGATS MONETARIS	SECTOR EXTERIOR
<b>Indicador:</b> Índex de la Reserva Federal de Philadelphia						
<b>Nom original:</b> Philadelphia Federal Reserve Survey						
<b>Font:</b> Federal Reserve Bank of Philadelphia						
<b>Descripció:</b> És un indicador equivalent al NAPM, però restringit a Pensylvania, New Jersey i Delaware. Cobreix diverses àrees d'activitat: preus pagats, preus rebut, comandes, entregues, comandes ateses, inventaris, ocupació i inversió. El càlcul d'aquest índex es realitza restant el percentatge d'opinions pessimistes al percentatge d'opinions optimistes sobre el nivell general de l'economia. Per tant, un equilibri entre ambdues visions es tradueix en un indicador igual a 0.						
<b>Periodicitat:</b> Mensual. Es publica el tercer dijous del mes analitzat.						
<b>Comentari:</b> L'interès d'aquest indicador rau en que s'avança més d'una setmana a la publicació del NAPM, tot i que això mateix li resta representativitat, ja que recull algunes respostes del mes anterior al mes que s'està analitzant. De fet, les respostes del mes en curs es refereixen exclusivament a la primera setmana d'activitat. Acostuma a ser un indicador més volàtil, tot i que, en promig, prediu correctament el NAPM dos de cada tres vegades. Un índex superior a zero implica expansió, i viceversa.						

### Gràfic 8.6.- Índex de la Reserva Federal de Philadelphia, 1980-2011



### Quadre 8.7.- Índex de Caps de Compres de Chicago

PRODUCCIÓ	OCUPACIÓ	CONSUM	INVERSIÓ	PREUS	AGREGATS MONETARIS	SECTOR EXTERIOR
<b>Indicador:</b> Índex de Caps de Compres de Chicago						
<b>Nom original:</b> Chicago Purchasing Managers Survey						
<b>Font:</b> Purchasing Manager Association of Chicago						
<b>Descripció:</b> És un indicador equivalent al NAPM, centrat geogràficament a Chicago, i cobreix diferents àrees d'activitat: preus de matèries primes, producció, comandes, ocupació, entregues de proveïdors i endarreriments. D'aquesta manera, una distribució a terços (33% alcistes, 33% neutres i 33% baixistes) equival a 50 punts en l'índex.						
<b>Periodicitat:</b> Mensual. Es publica l'últim dia del mes.						
<b>Comentari:</b> La utilitat d'aquest indicador és que mostra un dia abans el possible comportament del NAPM. Tot i així, a l'igual que l'índex de Philadelphia, té punts dèbils. No té tanta precisió com el NAPM, ja que les enquestes es realitzen una setmana abans, i només endevina el comportament del NAPM dos de cada tres cops. Un segon punt feble és la menor cobertura geogràfica, tot i que, històricament, la correlació amb el NAPM és considerable.						

### Gràfic 8.7.- Índex de Caps de Compres de Chicago, 1980-2011





### Quadre 8.8.- Peticions de Subsidi d'Atur

PRODUCCIÓ	OCUPACIÓ	CONSUM	INVERSIÓ	PREUS	AGREGATS MONETARIS	SECTOR EXTERIOR
<b>Indicador:</b> Peticions de Subsidi d'Atur						
<b>Nom original:</b> Initial Jobless Claims						
<b>Font:</b> Department of Labor						
<b>Descripció:</b> És l'indicador més important en l'àmbit de l'ocupació. Forma part del LEI; és un indicador avançat.						
<b>Periodicitat:</b> Setmanal. Es publica el dijous de cada setmana.						
<b>Comentari:</b> Depenent del moment en que es trobi el cicle econòmic, la seva interpretació és diversa. Per exemple, si la taxa d'atur és propera a la NAIRU (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment - al voltant d'un 4,5%), qualsevol dada positiva de l'ocupació (en comparació amb el consens esperat), és interpretada negativament per el mercat, ja que tindrà repercussions en la inflació. D'altra banda, si el cicle econòmic està en fase recessiva, una dada positiva d'ocupació s'interpreta com un indicador anticipat de recuperació, i per tant la reacció borsàtil és alcista. Habitualment, és recomanable la interpretació d'aquest indicador amb les dades dels últims tres mesos publicats.						

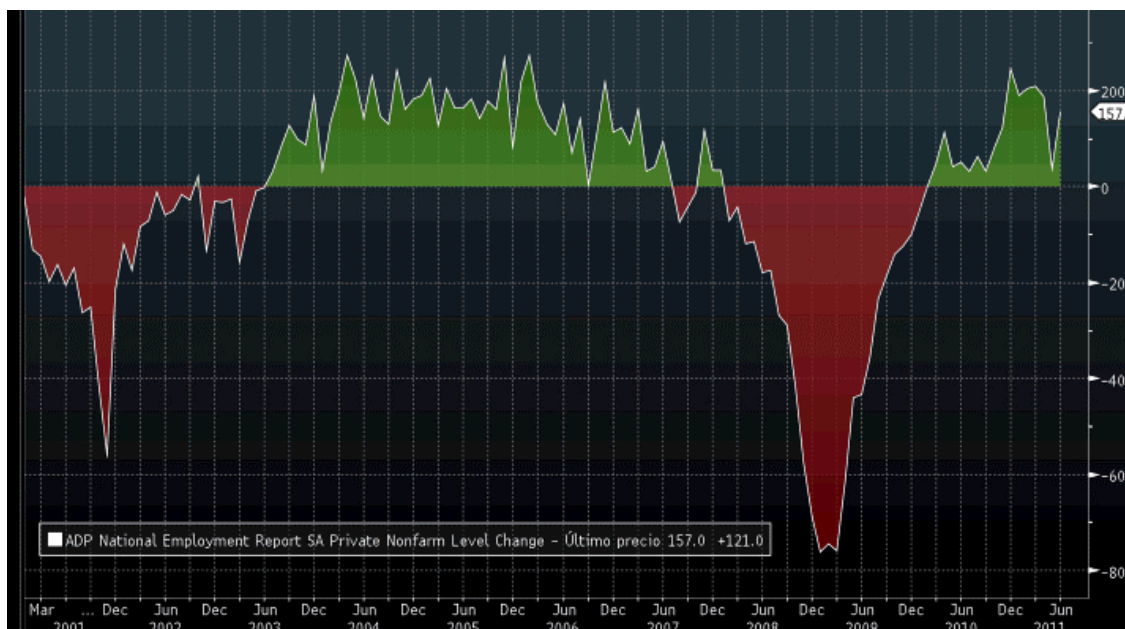
### Gràfic 8.8.- Peticions de Subsidi d'Atur, 1980-2011



### Quadre 8.9.- Informe sobre l'Ocupació

PRODUCCIÓ	OCUPACIÓ	CONSUM	INVERSIÓ	PREUS	AGREGATS MONETARIS	SECTOR EXTERIOR
<b>Indicador:</b> Informe sobre l'Ocupació						
<b>Nom original:</b> Employment Report						
<b>Font:</b> Bureau of Labor Statistics						
<b>Descripció:</b> És tracta d'un informe agregat sobre la situació de l'ocupació. Es descomposa en dos: l'informe d'empreses (establishment survey) i l'informe de particulars (household survey). El primer medeix l'activitat que té lloc a les empreses, mitjançant diversos indicadors: nòmines en llocs de treball no agrícoles, les hores mitges treballades cada setmana i el número total d'hores treballades. La dada més important de l'informe de particulars és l'atur.						
<b>Periodicitat:</b> Mensual. Es publica el primer dimecres del mes següent.						
<b>Comentari:</b> La majoria d'indicadors que engloba l'Employment Report són coincidents o endarrerits respecte el cicle econòmic. Només té comportament avançat l'indicador referit al promig d'hores treballades a la setmana. La dada sobre l'atur s'equipara a Espanya a la xifra d'aturats proporcionada per l'Enquesta de Població Activa (EPA).						

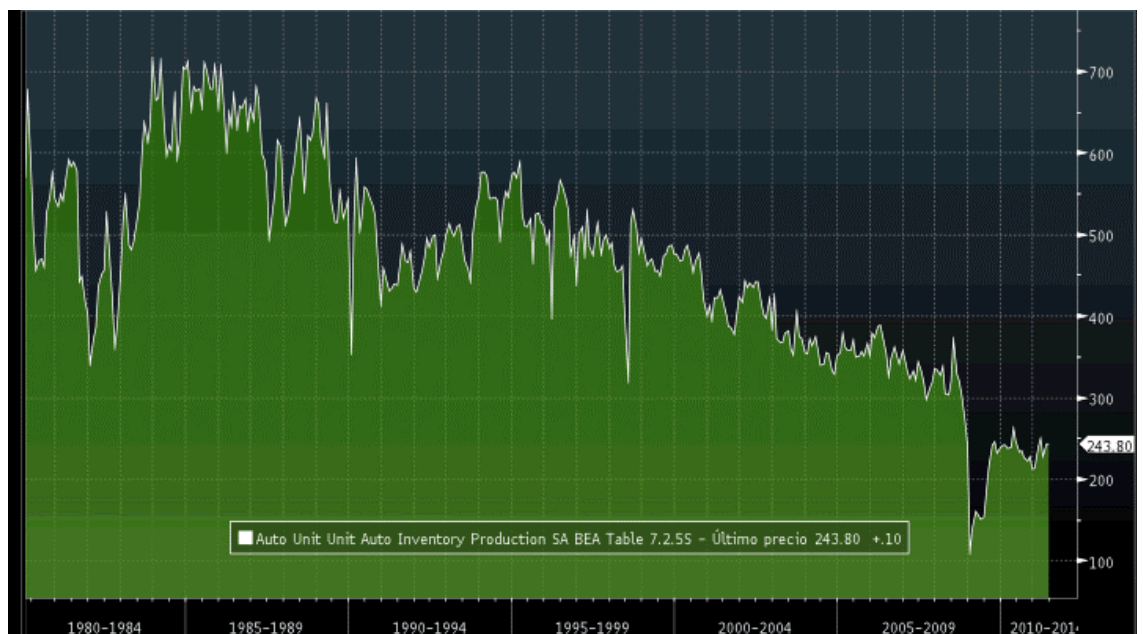
### Gràfic 8.9.- Informe sobre l'Ocupació, 2001-2011



### Quadre 8.10.- Índex de Vendes de Vehicles de Motor

PRODUCCIÓ	OCUPACIÓ	CONSUM	INVERSIÓ	PREUS	AGREGATS MONETARIS	SECTOR EXTERIOR
<b>Indicador:</b> Índex de Vendes de Vehicles de Motor						
<b>Nom original:</b> Motor Vehicle Sales						
<b>Font:</b> Bureau of Economic Analysis						
<b>Descripció:</b> És un indicador de la demanda de consum, i un indicador avançat de l'activitat econòmica. Les vendes de cotxes tenen un fort component estacional; per tant, és important agrupar les dades de dos o tres mesos abans d'analitzar-lo.						
<b>Periodicitat:</b> Mensual. Es publica entre el primer dia del mes, i la setmana següent al període.						
<b>Comentari:</b> Tenint en compte el seu pes dins del PIB, és un bon estimador de la seva evolució. L'indicador permet la distinció entre vehicle lleuger i vehicle pesat, que es relacionen, respectivament, amb el consum i la inversió. És un indicador bastant volàtil.						

### Gràfic 8.10.- Índex de Vendes de Vehicles de Motor



### Quadre 8.11.- Vendes Minoristes

PRODUCCIÓ	OCUPACIÓ	CONSUM	INVERSIÓ	PREUS	AGREGATS MONETARIS	SECTOR EXTERIOR
<b>Indicador:</b> Vendes Minoristes						
<b>Nom original:</b> Retail Sales						
<b>Font:</b> Bureau of the Census. Department of Commerce						
<b>Descripció:</b> Per calcular-lo, es té en compte les vendes de productes relacionats amb l'automoció (25%), bens duraders (16%) i no duraders (59%). Pel que fa als bens no duraders, destaca l'alimentació, amb un 28%.						
<b>Periodicitat:</b> Mensual. Es publica a mitjans del mes següent al mes analitzat.						
<b>Comentari:</b> Les vendes minoristes representen el 50% de la despesa en consum, si bé la correlació entre les dues variables no és elevada. Les vendes minoristes representen un terç del PIB. Habitualment s'interpreta com un indicador clau de la confiança del consumidor, però no és un indicador avançat de l'activitat econòmica. És volàtil.						

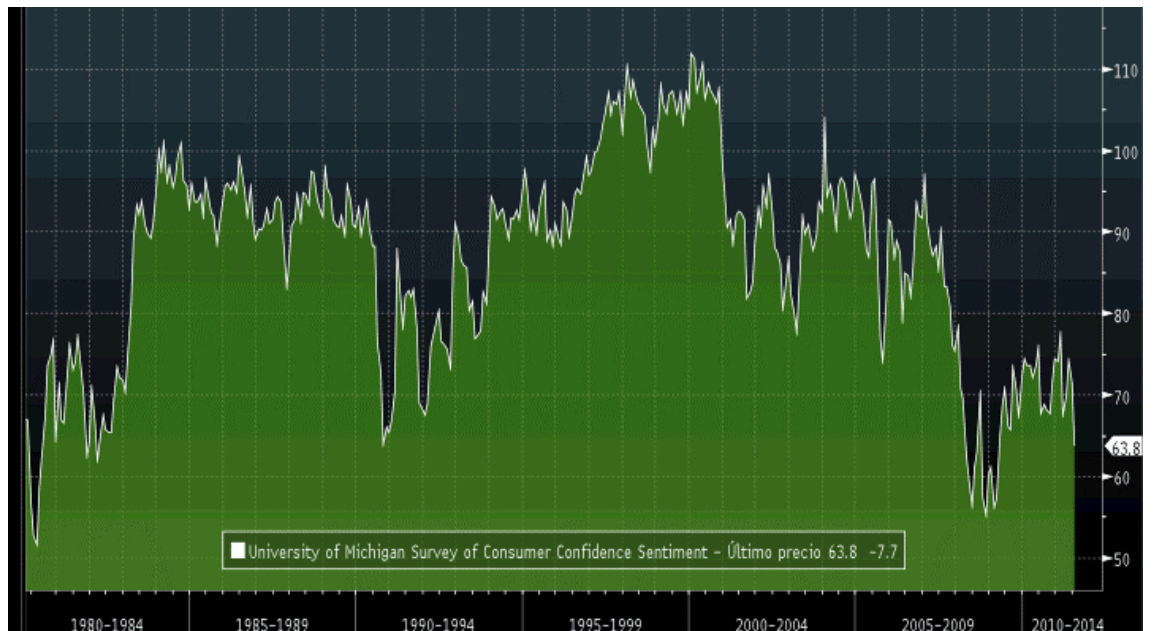
### Gràfic 8.11.- Vendes Minoristes



### Quadre 8.12.- Confiança dels Consumidors

PRODUCCIÓ	OCUPACIÓ	CONSUM	INVERSIÓ	PREUS	AGREGATS MONETARIS	SECTOR EXTERIOR
<b>Indicador:</b> Confiança dels Consumidors						
<b>Nom original:</b> Consumer Confidence						
<b>Font:</b> The Conference Board i University of Michigan						
<b>Descripció:</b> Medeix la percepció que tenen els consumidors sobre el seu benestar econòmic. Determina els plans dels consumidors a curt termini, en relació a despesa, endeutament i estalvi.						
<b>Periodicitat:</b> Quinzenal. Es publica durant la segona i quarta setmana del mes.						
<b>Comentari:</b> Existeixen dos informes paral·lels, un de The Conference Board, i l'altre, de la University of Michigan. Ambdós indicadors estan fortament correlacionats, encara que el primer té una major relació amb l'àmbit laboral (més volàtil), i el segon amb la producció (menys volàtil). La despesa dels consumidors està positivament relacionada amb el seu optimisme. A més optimisme, més despesa, i més gran haurà de ser la producció. Així doncs, aquest indicador marca la tendència de la despesa a curt termini, i per això està inclòs en el LEI.						

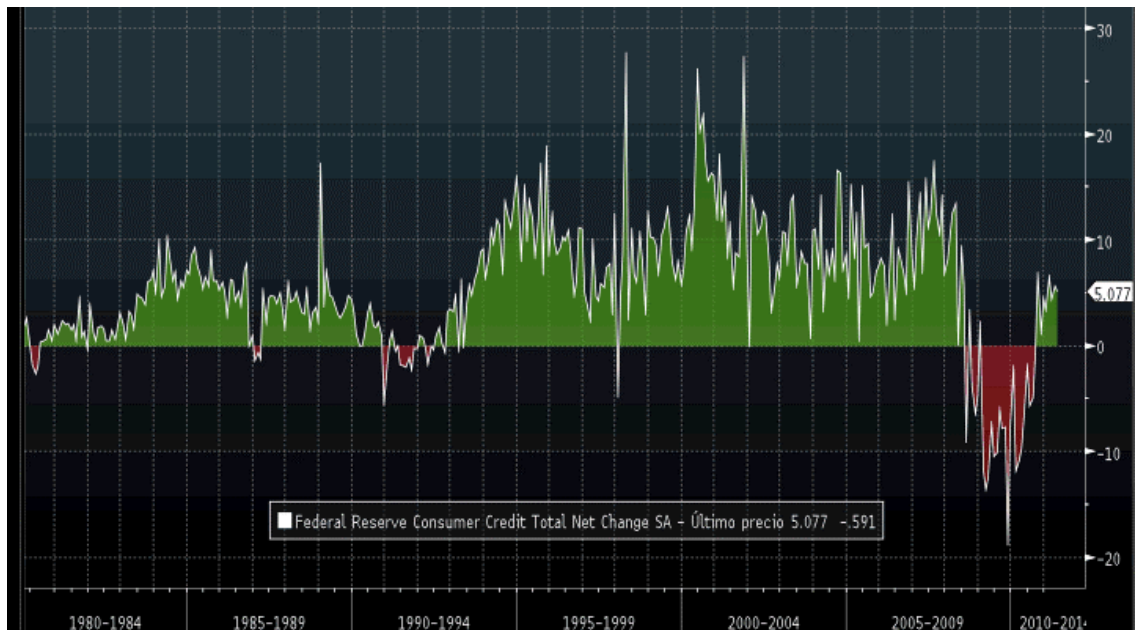
### Gràfic 8.12.- Confiança dels Consumidors, 1980-2011



### Quadre 8.13.- Crèdit al Consum

PRODUCCIÓ	OCUPACIÓ	CONSUM	INVERSIÓ	PREUS	AGREGATS MONETARIS	SECTOR EXTERIOR
<b>Indicador:</b> Crèdit al Consum						
<b>Nom original:</b> Consumer Credit						
<b>Font:</b> Federal Reserve Board						
<b>Descripció:</b> Medeix el deute de les famílies a curt i mig termini, en percentatge sobre la renda disponible. Les modalitats de crèdit que contempla exclouen les hipoteques, i només se centren en crèdits per a la compra de vehicles i d'altres crèdits personals.						
<b>Periodicitat:</b> Mensual. Es publica el cinquè dia laborable del segon mes següent a l'anàlisi.						
<b>Comentari:</b> La capacitat predictiva de l'indicador és limitada, si bé mostra una certa anticipació del cicle econòmic. En primer lloc, per la seva escassa correlació amb el consum; en segon lloc, per l'endarreriment en dos mesos de la seva publicació. És útil per conèixer la situació financera de les famílies. Habitualment, el crèdit al consum se situa entre el 20% i el 23% de les obligacions familiars. Històricament, l'increment de la mitja mòbil trimestral va baixar en la dècada dels 80 des d'un 20% fins a un 0%. A partir de 1992, es va recuperar un camí alcista, fins la crisi de 2007. És un indicador més volàtil que les vendes minoristes. L'abast de l'actual davallada del crèdit és desconeguda, en els darrers 30 anys.						

Gràfic 8.13.- Crèdit al Consum, 1980-2011

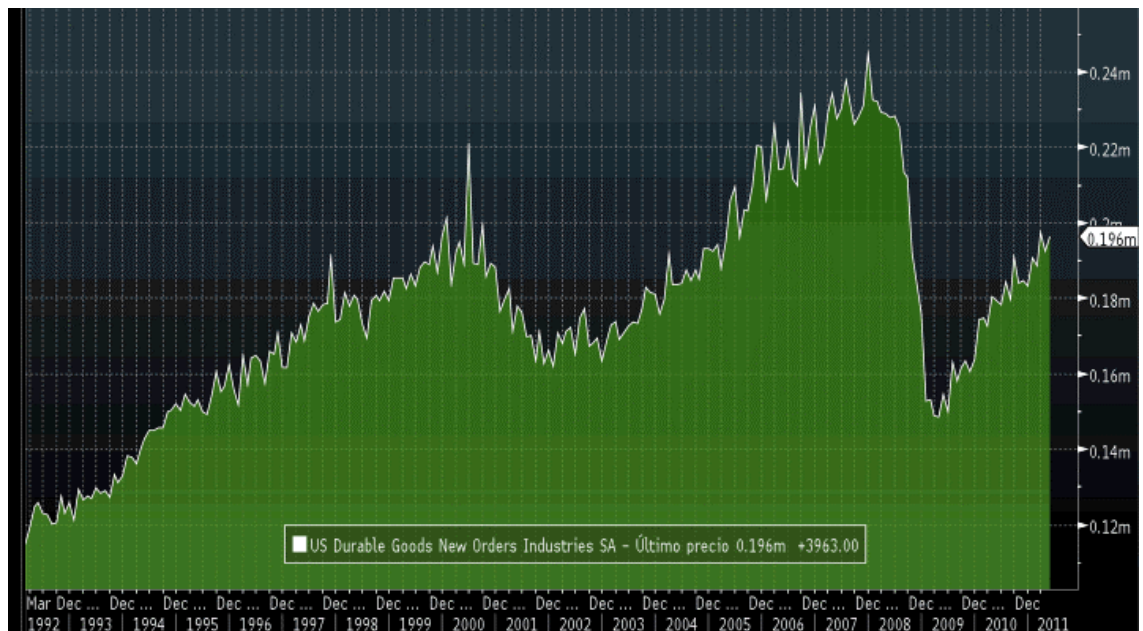




### Quadre 8.14.- Comandes de Béns Duradors

PRODUCCIÓ	OCUPACIÓ	CONSUM	INVERSIÓ	PREUS	AGREGATS MONETARIS	SECTOR EXTERIOR
<b>Indicador:</b> Comandes de Béns Duradors						
<b>Nom original:</b> Durable Goods Orders						
<b>Font:</b> Bureau of Census. Department of Commerce						
<b>Descripció:</b> Aquest indicador inclou, d'una banda, comandes de metalls, equipaments industrials i maquinària, equipament electrònic i elèctric, i equipament de transport. D'altra banda, inclou sèries suplementàries que classifiquen els béns en funció de la seva relació amb el Departament de Defensa. Això és així per tal d'evitar la distorsió d'una gran comanda militar. A més a més, s'inclou informació sobre comandes no ateses (unfilled orders).						
<b>Periodicitat:</b> Mensual. Es publica al voltant del dia 25 del mes següent.						
<b>Comentari:</b> La seva evolució és comparable a la de l'Índex de l'Associació Nacional de Caps de Compres, tot i que és més volàtil. La xifra sobre comandes no ateses és significativa, ja que posa de relleu la situació del cicle econòmic amb certa anticipació.						

Gràfic 8.14.- Comandes de Béns Duradors, 1992-2011



### Quadre 8.15.- Despeses de Construcció

PRODUCCIÓ	OCUPACIÓ	CONSUM	INVERSIÓ	PREUS	AGREGATS MONETARIS	SECTOR EXTERIOR
<b>Indicador:</b> Despeses de Construcció						
<b>Nom original:</b> Construction Spending						
<b>Font:</b> Bureau of Census. Department of Commerce						
<b>Descripció:</b> Es desglosa en despesa residencial (3% del PIB), no residencial (3%), i pública (2%). Habitualment, el treball de recollida i processament de dades l'elabora la F. W. Dodge Company, que realitza un índex d'activitat amb els resultats. Les dades d'aquesta empresa s'integren en l'informe que publica el Departament de Comerç.						
<b>Periodicitat:</b> Mensual. Es publica durant la primera setmana del segon mes a partir de l'anàlisi.						
<b>Comentari:</b> Es basa en una mostra reduïda. No inclou obres de manteniment, ni reparacions ni la compra de terrenys. Tampoc inclou instal·lacions petrolieres o gasístiques, ni llars mòbils. Per tant, la correlació entre la despesa en consum i la formació bruta de capital no és massa alta. La magnitud de la crisi immobiliària actual no té precedents.						

Gràfic 8.15.- Despeses de Construcció, 1994-2011

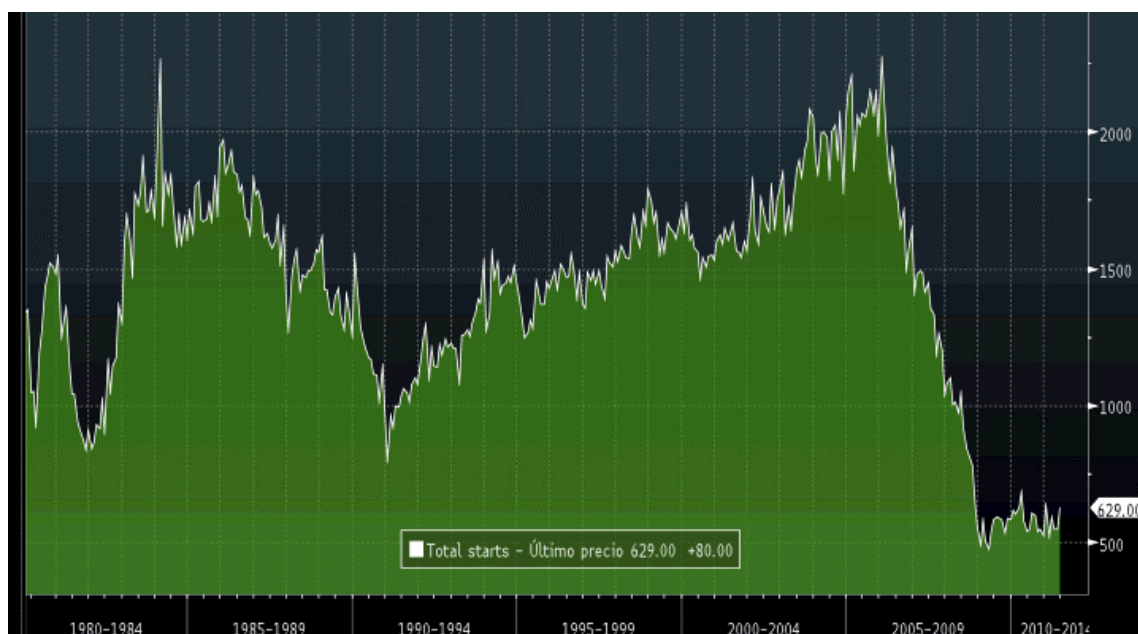




### Quadre 8.16.- Habitatges Iniciats i Permisos

PRODUCCIÓ	OCUPACIÓ	CONSUM	INVERSIÓ	PREUS	AGREGATS MONETARIS	SECTOR EXTERIOR
<b>Indicador:</b> Habitatges Iniciats i Permisos						
<b>Nom original:</b> Housing Starts and Permits						
<b>Font:</b> Bureau of Census. Department of Commerce						
<b>Descripció:</b> Inclou els permisos i els habitatges iniciats, desglosats segons el número d'unitats familiars. Es basa en enquestes personals i telefòniques.						
<b>Periodicitat:</b> Mensual. Es publica cap a mitjans del mes següent.						
<b>Comentari:</b> Els habitatges iniciats és un dels indicadors més cíclics de l'economia. És un indicador volàtil i altament sensible a canvis en els tipus d'interès. Els permisos de construcció estan inclosos entre els indicadors avançats (LEI), ja que són el motor del sector de la construcció. No obstant això, els habitatges iniciats són quantitativament més importants que els permisos. Històricament, si els habitatges iniciats no superen el milió i mig, s'interpreta com una senyal de recessió.						

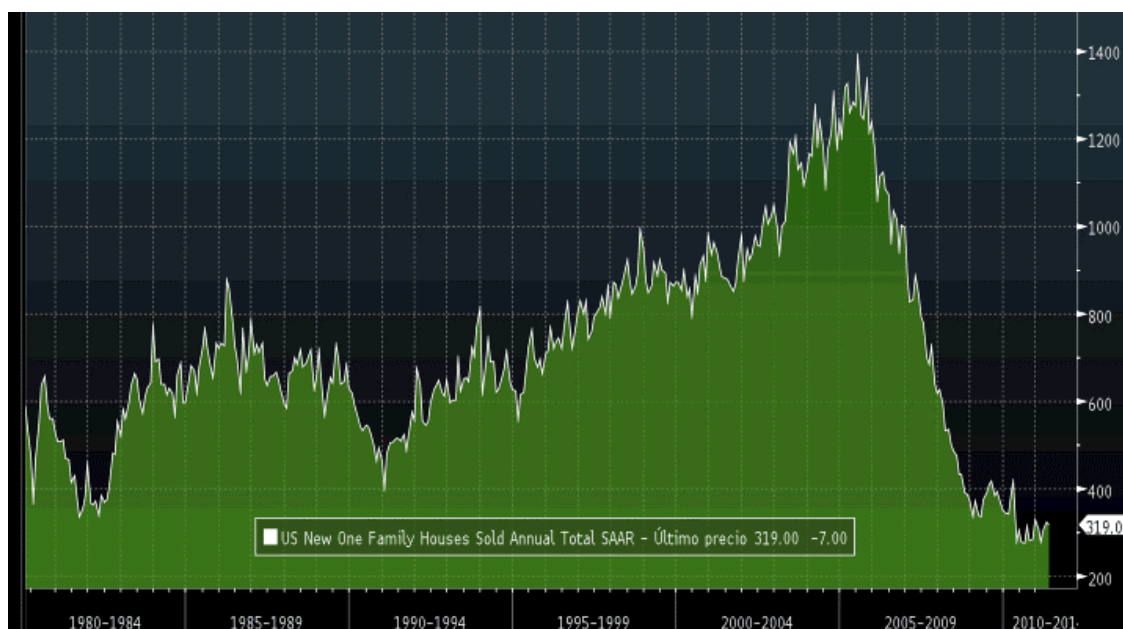
### Gràfic 8.16.- Habitatges Iniciats i Permisos, 1980-2011



### Quadre 8.17.- Vendes d'Habitatges Nous

PRODUCCIÓ	OCUPACIÓ	CONSUM	INVERSIÓ	PREUS	AGREGATS MONETARIS	SECTOR EXTERIOR
<b>Indicador:</b> Vendes d'Habitatges Nous						
<b>Nom original:</b> New Home Sales						
<b>Font:</b> Bureau of Census. Department of Commerce						
<b>Descripció:</b> Inclou les vendes d'habitatges registrats en el moment de l'acord de la venda. És un indicador similar al d'Habitatges Iniciats i Permisos, que medeix una fase més avançada del cicle de producció i venda. Inclou un rati de rotació en les vendes, que si se situa per sota de tres mesos, indica un mercat expansiu.						
<b>Periodicitat:</b> Mensual. Es publica cap a finals del mes següent.						
<b>Comentari:</b> És un indicador altament volàtil. Les vendes d'habitatges existents són la fase final del cicle, que està dividit en les següents etapes: permisos, habitatges iniciats, mesura de la nova construcció, finalització de l'habitatge, venda d'habitatges nous i formalització d'hipoteca.						

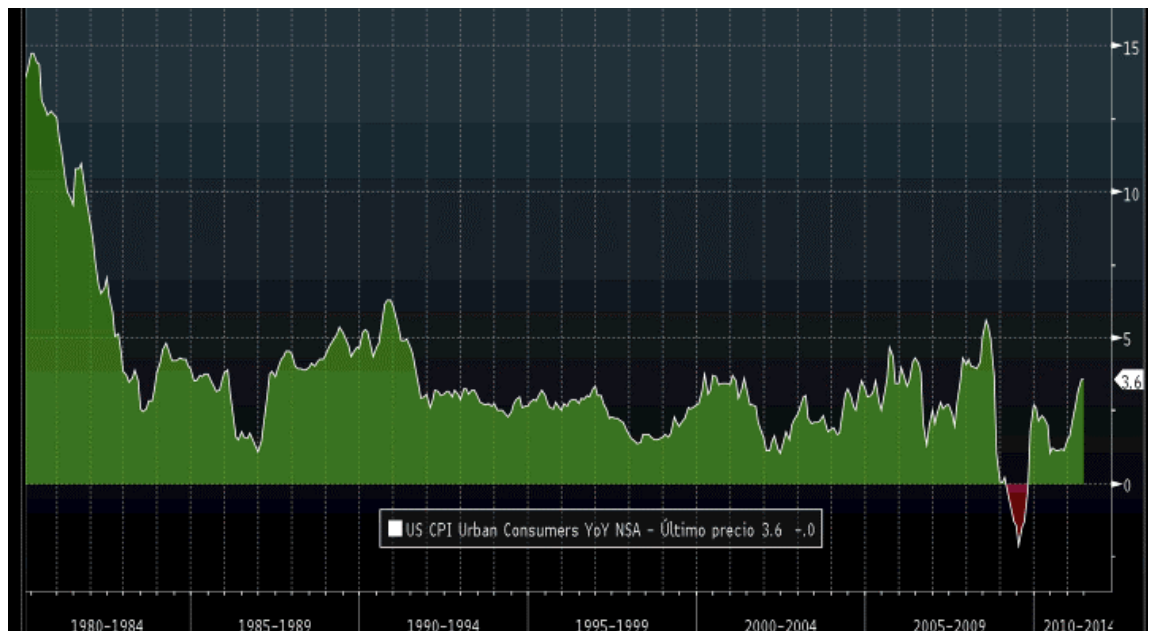
### Gràfic 8.17.- Vendes d'Habitatges Nous, 1980-2011



### Quadre 8.18.- Índex de Preus al Consum

PRODUCCIÓ	OCUPACIÓ	CONSUM	INVERSIÓ	PREUS	AGREGATS MONETARIS	SECTOR EXTERIOR
<b>Indicador:</b> Índex de Preus al Consum						
<b>Nom original:</b> Consumer Price Index (CPI)						
<b>Font:</b> Bureau of Labor Statistics. Department of Labor						
<b>Descripció:</b> És la mesura del canvi en els preus d'una cistella prefixada de béns i serveis, incloent-hi impostos. Les ponderacions de la cistella es revisen cada deu anys. El pes dels serveis supera al dels productes (57% vs. 43%), i s'amplifica en el cas de l'IPC subjacent. La inflació subjacent representa el 77% del total, ja que els aliments ponderen el 16% i l'energia el 7%. La partida individual de major pes és la despesa en habitatge (28%). L'IPC-U medeix la cistella de la compra en l'àmbit urbà, i l'IPC-W medeix el comportament dels preus que afecten als assalariats.						
<b>Periodicitat:</b> Mensual. Es publica durant la segona quinzena del mes següent.						
<b>Comentari:</b> L'IPC té una incidència directa en el disseny de la política monetària fixada per la Reserva Federal, tot influenciant la borsa. A més a més, l'IPC també repercuteix en els salaris, ja que molts acords estan referenciats a l'IPI. Hi ha un consens generalitzat de que l'IPC tendeix a sobrevalorar el comportament real dels preus, fins a un 2%.						

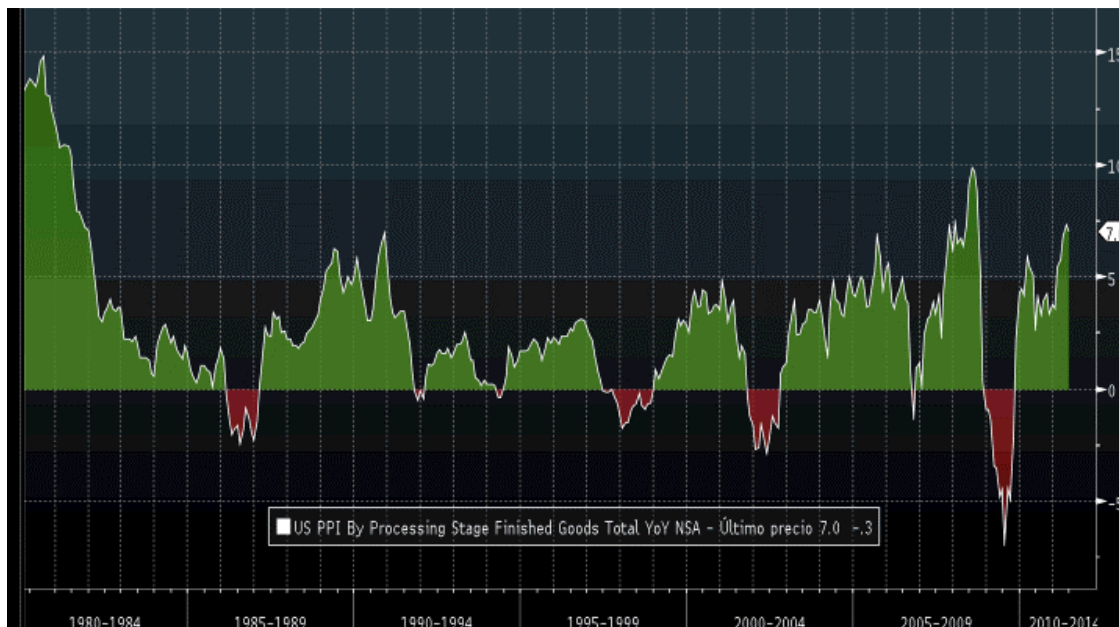
### Gràfic 8.18.- Índex de Preus al Consum, 1980-2011



### Quadre 8.19.- Índex de Preus Industrials

PRODUCCIÓ	OCUPACIÓ	CONSUM	INVERSIÓ	PREUS	AGREGATS MONETARIS	SECTOR EXTERIOR
<b>Indicador:</b> Índex de Preus Industrials						
<b>Nom original:</b> Producer Price Index (PPI)						
<b>Font:</b> Bureau of Labor Statistics. Department of Labor						
<b>Descripció:</b> És l'indicador més antic publicat pel Bureau of Labor Statistics. Inclou tres sèries d'índexs, tot i que l'interès es concentra en la classificació de preus segons el grau de finalització del producte: primeres matèries, productes semiacabats, i productes acabats. A diferència de l'IPC, exclou impostos.						
<b>Periodicitat:</b> Mensual. Es publica durant la primera meitat del mes següent.						
<b>Comentari:</b> L'IPI que més segueixen els mercats és el dels productes acabats, ja que és la mesura més ample d'inflació industrial, i inclou tots els costos de producció. El 75% de l'IPI es refereix a béns de consum, destacant entre aquests els béns no duradors (33%), alimentació (26%) i l'energia (9%). El 25% restant es refereix a equipament d'inversió realitzat per les empreses. L'IPI és seguit atentament pel món financer, fins i tot més que l'IPC, ja que aquest inclou els serveis, que s'acostumen a comportar amb un cert endarreriment respecte els preus dels béns.						

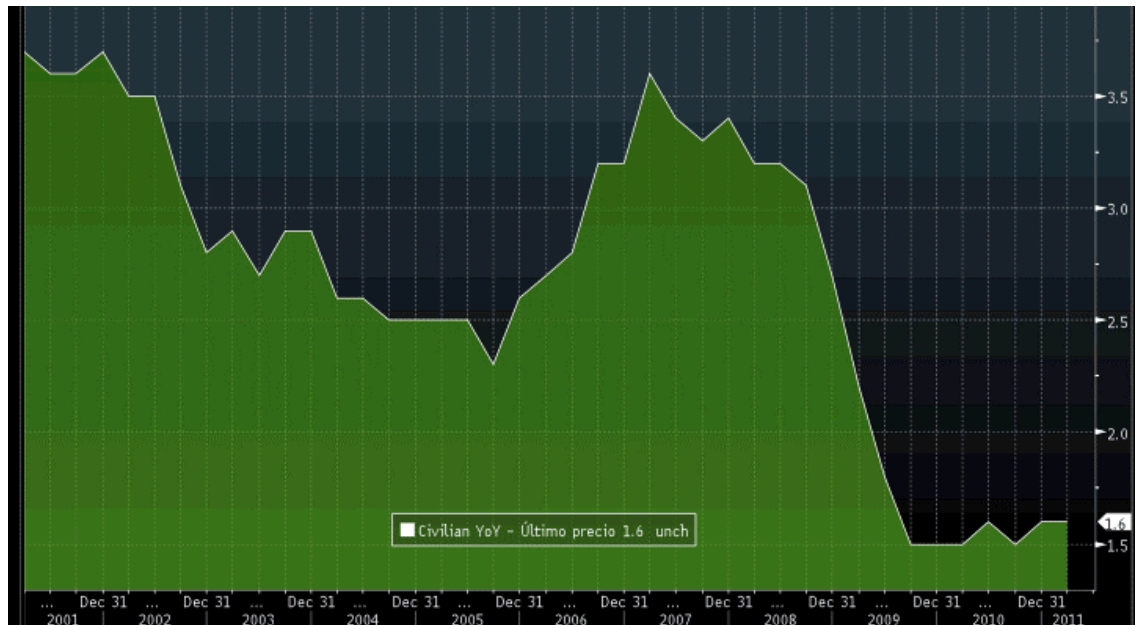
### Gràfic 8.19.- Índex de Preus Industrials, 1980-2011



### Quadre 8.20.- Índex del Cost de l'Ocupació

PRODUCCIÓ	OCUPACIÓ	CONSUM	INVERSIÓ	PREUS	AGREGATS MONETARIS	SECTOR EXTERIOR
<b>Indicador:</b> Índex del Cost de l'Ocupació						
<b>Nom original:</b> Employment Cost Index						
<b>Font:</b> Bureau of Labor Statistics. Department of Labor						
<b>Descripció:</b> Cobreix tots els conceptes retributius, tant els salaris com d'altres beneficis, i tant en el sector públic com en el privat.						
<b>Periodicitat:</b> Trimestral. Es publica al voltant del dia 25 del mes següent al trimestre analitzat.						
<b>Comentari:</b> És un indicador més representatiu que l'Employment Report, ja que engloba la pràctica totalitat de les retribucions als empleats, per tots els conceptes (98% del total). Però la seva escassa freqüència el converteix en complementari de l'Employment Report, ja que aquest també inclou una sèrie sobre els guanys mitjos setmanals.						

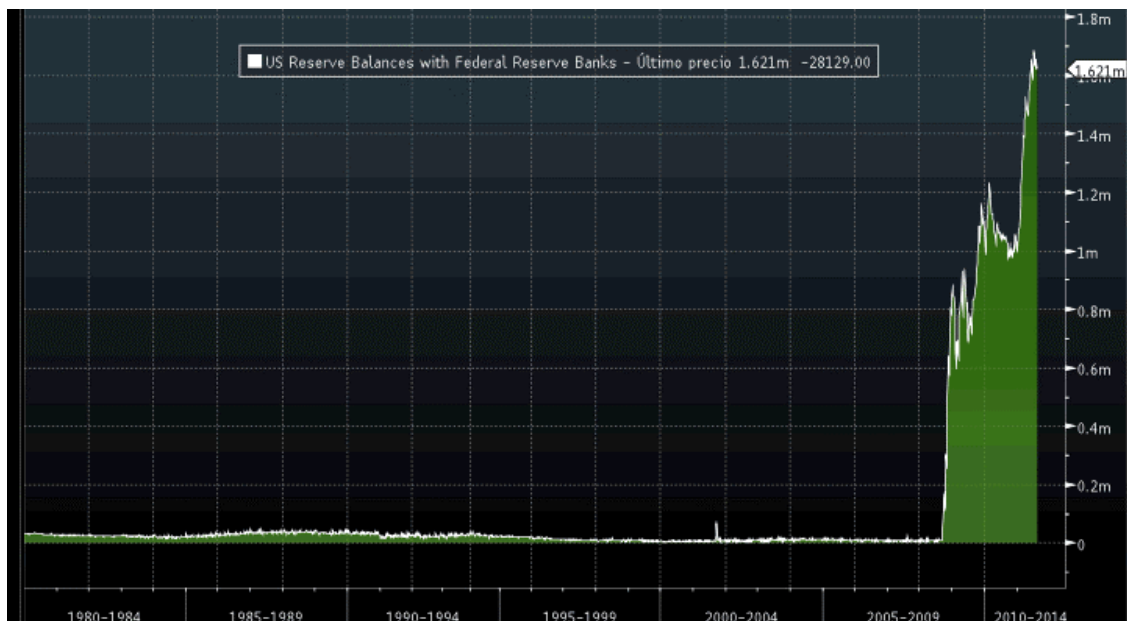
### Gràfic 8.20.- Índex del Cost de l'Ocupació, 2001-2011



### Quadre 8.21.- Oferta Monetària

PRODUCCIÓ	OCUPACIÓ	CONSUM	INVERSIÓ	PREUS	AGREGATS MONETARIS	SECTOR EXTERIOR
<b>Indicador:</b> Oferta Monetària						
<b>Nom original:</b> Factors Affecting Reserve Balances of Depository Institutions and Condition Statement of Federal Reserve Banks						
<b>Font:</b> Federal Reserve Board						
<b>Descripció:</b> L'informe setmanal de la Fed permet el càlcul dels agregats monetaris bàsics. La M1 inclou l'efectiu i els dipòsits a la vista. La M2 inclou la M1, i afegeix els acords de recompra a un dia, els dipòsits a un dia en eurodòlars, i d'altres comptes de dipòsit en mercats monetaris. La M3 inclou la M2, i afegeix els pactes de recompra, dipòsits en eurodòlars i d'altres dipòsits a llarg termini, i els fons d'inversió institucionals en el mercat de diner.						
<b>Periodicitat:</b> Setmanal. Es publica els dijous, deu dies després de la setmana de referència.						
<b>Comentari:</b> La importància de l'oferta monetària com indicador de referència sempre ha estat molt destacada, ja que controlar-la és un objectiu intermig per la política econòmica. Se'n recomana la comparació amb l'evolució de la producció real, ja que ajuda a explicar el comportament dels preus. L'impacte del QE1 i QE2 en el balanç és d'una desproporció gegantina.						

### Gràfic 8.21.- Oferta Monetària





## Quadre 8.22.- Pressupost Federal

PRODUCCIÓ	OCUPACIÓ	CONSUM	INVERSIÓ	PREUS	AGREGATS MONETARIS	SECTOR EXTERIOR
<b>Indicador:</b> Pressupost Federal						
<b>Nom original:</b> Federal Budget						
<b>Font:</b> US Treasury						
<b>Descripció:</b> Inclou els ingressos i les despeses del govern federal. L'interès dels mercats es focalitza en les necessitats mensuals de finançament del Tresor.						
<b>Periodicitat:</b> Mensual. Es publica al voltant del dia 15 del mes següent.						
<b>Comentari:</b> El dèficit públic és un indicador macroeconòmic de gran importància. Tot i així, la publicació mensual agregada acostuma a aportar poques novetats al mercat, ja que el Tresor publica diàriament l'estat de tresoreria, la qual cosa permet un seguiment instantani. De qualsevol manera, la dada agregada anual és significativa, ja que defineix la futura política fiscal i pressupostària, i influeix estructuralment en l'evolució dels tipus d'interès i de les divises. El Pressupost Federal s'ha d'analitzar en termes relatius al PIB, i s'acostuma a realitzar en el marc de l'estudi de l'evolució agregada de l'endeutament.						

## Gràfic 8.22.- Pressupost Federal, 1980-2011



### Quadre 8.23.- Comerç Internacional

PRODUCCIÓ	OCUPACIÓ	CONSUM	INVERSIÓ	PREUS	AGREGATS MONETARIS	SECTOR EXTERIOR
<b>Indicador:</b> Comerç Internacional						
<b>Nom original:</b> International Trade Report						
<b>Font:</b> Bureau of Census. Department of Commerce						
<b>Descripció:</b> Medeix les importacions i exportacions de béns i serveis. Els béns es desagreguen en: alimentació, materials industrials, equipament fixe, béns de consum i d'altres mercaderies. D'altra banda, també inclou una diferenciació segons països de destí i d'origen de les exportacions i importacions.						
<b>Periodicitat:</b> Mensual. Es publica a mitjans del segon mes després de l'anàlisi.						
<b>Comentari:</b> La dimensió de la balança exterior té una elevada correlació amb el cicle econòmic, si bé és més volàtil que el PIB. Les exportacions i importacions representen al voltant del 12% del PIB. Les importacions acostumen a reflexar el comportament del consum privat. Els mercats es fixen en l'evolució de la balança comercial amb Japó, per l'impacte que té en la cotització de la divisa respecte el ien.						

### Gràfic 8.23.- Comerç Internacional, 1993-2011

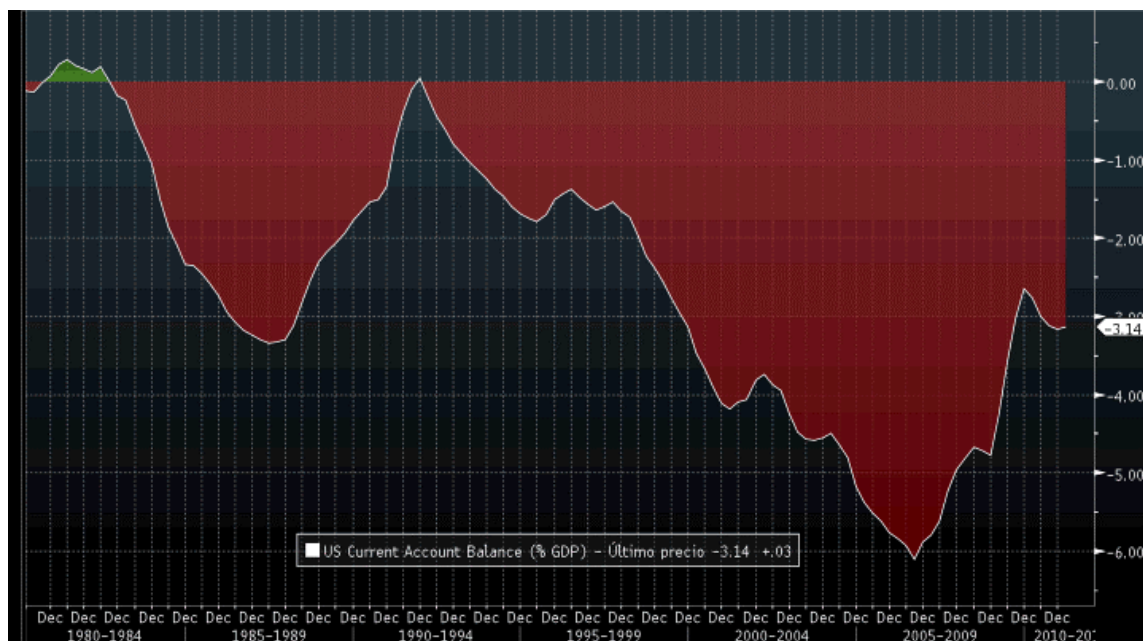




### Quadre 8.24.- Balança per Compte Corrent

PRODUCCIÓ	OCUPACIÓ	CONSUM	INVERSIÓ	PREUS	AGREGATS MONETARIS	SECTOR EXTERIOR
<b>Indicador:</b>						<b>Balança per Compte Corrent</b>
<b>Nom original:</b> Current Account						
<b>Font:</b> Bureau of Economic Analysis. Department of Commerce						
<b>Descripció:</b> És la mesura més ample del balanç exterior de l'economia nordamericana. A més de la balança de béns i serveis, inclou les transferències i els ingressos per inversions.						
<b>Periodicitat:</b> Trimestral. Es publica entre dos i quatre mesos després del període analitzat.						
<b>Comentari:</b> A diferència de l'International Trade Report, només es publica trimestralment, i amb un endarreriment addicional de dos mesos i mig. Per tant, l'interès del mercat per aquest indicador és escàs, tot i la seva significació a nivell macroeconòmic.						

### Gràfic 8.24.- Balança per Compte Corrent, 1980-2011



SETEMBRE 2011						
			<ul style="list-style-type: none"> <li>Peticions Subsidi Atur</li> <li>Vendes Vehicles Mòtor</li> <li>Oferta Monetària</li> <li>Despeses de Construcció</li> </ul>	2	3	4
5	<ul style="list-style-type: none"> <li>Associació Nacional de Caps de Compres</li> </ul>	7	<ul style="list-style-type: none"> <li>Peticions Subsidi Atur</li> <li>Comerc Internacional</li> <li>Oferta Monetària</li> <li>Crèdit al Consum</li> </ul>	9	10	11
12	<ul style="list-style-type: none"> <li>Pressupost Federal</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Preus Industrials</li> <li>Vendes Minoristes</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Preus al Consum</li> <li>Producció Industrial</li> <li>Utilització Capacitat</li> <li>Peticions Subsidi Atur</li> <li>Fed Philadelphia</li> <li>Balança per Compte Corrent</li> <li>Oferta Monetària</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Confiança dels Consumidors</li> </ul>	17	18
19	<ul style="list-style-type: none"> <li>Habitatges Iniciats i Permisos</li> </ul>	21	<ul style="list-style-type: none"> <li>Indicadors Avançats</li> <li>Peticions Subsidi Atur</li> <li>Oferta Monetària</li> </ul>	23	24	25
<ul style="list-style-type: none"> <li>Vendes d'Habitatges Nous</li> </ul>	27	<ul style="list-style-type: none"> <li>Comandes de Béns Duradors</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Producte Interior Brut</li> <li>Peticions Subsidi Atur</li> <li>Oferta Monetària</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Caps de Compres de Chicago</li> <li>Comandes de Béns Duradors</li> </ul>		

Font: Elaboració pròpia a partir de les dades de Bloomberg.

OCTUBRE 2011						
					1	2
<ul style="list-style-type: none"> <li>Vendes Vehicles Mòtor</li> <li>Despeses de Construcció</li> </ul>	4	<ul style="list-style-type: none"> <li>Informe Ocupació</li> <li>Associació Nacional de Caps de Compres</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Peticions Subsidi Atur</li> <li>Oferta Monetària</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Crèdit al Consum</li> </ul>	8	9
10	<ul style="list-style-type: none"> <li>Pressupost Federal</li> </ul>	12	<ul style="list-style-type: none"> <li>Peticions Subsidi Atur</li> <li>Confiança dels Consumidors</li> <li>Comerc Internacional</li> <li>Oferta Monetària</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Vendes Minoristes</li> </ul>	15	16
<ul style="list-style-type: none"> <li>Producció Industrial</li> <li>Utilització de la Capacitat</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Preus Industrials</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Índex de Preus al Consum</li> <li>Habitatges Iniciats i Permisos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Peticions Subsidi Atur</li> <li>Indicadors Avançats</li> <li>Fed Philadelphia</li> <li>Oferta Monetària</li> </ul>	21	22	23
<ul style="list-style-type: none"> <li>Caps de Compres de Chicago (31)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Índex del Cost de l'Ocupació</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Vendes d'Habitatges Nous</li> <li>Comandes de Béns Duradors</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Peticions Subsidi Atur</li> <li>Producte Interior Brut</li> <li>Oferta Monetària</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Confiança dels Consumidors</li> </ul>	29	30

Font: Elaboració pròpia a partir de les dades de Bloomberg.

NOVEMBRE 2011						
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Vendes de Vehicles de Motor</li> <li>Despeses de Construcció</li> </ul>	2	<ul style="list-style-type: none"> <li>Informe Ocupació</li> </ul>	4	5	6
7	8	9	<ul style="list-style-type: none"> <li>Peticions Subsidí Atur</li> <li>Comerc Internacional</li> <li>Oferta Monetària</li> <li>Pressupost Federal</li> </ul>	11	12	13
14	<ul style="list-style-type: none"> <li>Producció Industrial</li> <li>Preus Industrials</li> <li>Vendes Minoristes</li> </ul>	15	<ul style="list-style-type: none"> <li>Preus al Consum</li> <li>Utilització de la Capacitat</li> </ul>	18	19	20
21	22	<ul style="list-style-type: none"> <li>Peticions Subsidí Atur</li> <li>Confiança dels Consumidors</li> <li>Comandes de Béns Duradors</li> </ul>	24	25	26	27
28	<ul style="list-style-type: none"> <li>Vendes d'Habitatges Nous</li> </ul>	29	<ul style="list-style-type: none"> <li>Informe Ocupació</li> <li>Caps de Compres de Chicago</li> </ul>	30	31	

Font: Elaboració pròpia a partir de les dades de Bloomberg.

DESEMBRE 2011						
			<ul style="list-style-type: none"> <li>Peticions Subsidí Atur</li> <li>Vendes de Vehicles de Motor</li> <li>Despeses de Construcció</li> <li>Oferta Monetària</li> </ul>	2	3	4
<ul style="list-style-type: none"> <li>Associació Nacional de Caps de Compres</li> </ul>	6	7	<ul style="list-style-type: none"> <li>Peticions Subsidí Atur</li> <li>Oferta Monetària</li> </ul>	9	10	11
<ul style="list-style-type: none"> <li>Índex de Preus al Consum</li> <li>Pressupost Federal</li> </ul>	13	14	<ul style="list-style-type: none"> <li>Peticions Subsidí Atur</li> <li>Producció Industrial</li> <li>Preus Industrials</li> <li>Utilització Capacitat</li> <li>Fed Philadelphia</li> <li>Balança Compte Ct.</li> <li>Oferta Monetària</li> </ul>	16	17	18
19	<ul style="list-style-type: none"> <li>Habitatges Iniciats i Permisos</li> </ul>	21	<ul style="list-style-type: none"> <li>Peticions Subsidí Atur</li> <li>PIB</li> <li>Confiança Consumidors</li> <li>Indicadors Avançats</li> <li>Oferta Monetària</li> </ul>	23	24	25
26	27	28	<ul style="list-style-type: none"> <li>Peticions Subsidí Atur</li> <li>Caps de Compres</li> <li>Oferta Monetària</li> </ul>	30	31	

Font: Elaboració pròpia a partir de les dades de Bloomberg.



## 9. Conclusions

L'any 2010, el sector assegurador espanyol s'ha caracteritzat per una penetració moderada (volum de primes igual a 5,49% del PIB, en 27a posició mundial), una variació anual en el volum de primes decreixent (-8,1% en vida, i -3,5% en no vida), una participació en l'estalvi financer familiar reduït (15,2%, enfront d'un 30,2% de la Zona Euro), un nivell de concentració elevat (les 10 primeres entitats aglutinen el 61,94% del mercat), una presència del capital estranger discreta (21,68%), una distribució dominada pels agents i corredors (42,70% de les primes) i els operadors de banca assegurances (36,49% del negoci), i una plantilla que gaudeix d'unes condicions laborals estables (97,60% de contractes indefinits) i relativament ben remunerada (vuitena activitat econòmica amb major salari mig anual, amb 34.518,32 euros).

Les inversions del sector assegurador espanyol no són alienes a la crisi econòmica i financera actual, però la cultura de la gestió del risc n'ha mitigat el seu impacte. De fet, les inversions financeres van contribuir a generar augments del ROE, fins a un insòlit 26,40%, l'any 2007. Un cop digerit el gruix de l'ajust realitzat pel mercat de capitals, la rendibilitat ha tornat a nivells moderats (14,67%).

El sector financer europeu (i l'espanyol en particular), i el deute públic perifèric (i en especial, l'espanyol) són els dos grans damnificats de la crisi. En termes generals, les cotitzacions d'aquests títols han caigut, les emissions han patit baixes significatives de rating, i es dubta de la seva solvència. Dons bé, el fet que aquests siguin els principals destins d'inversió de les companyies asseguradores espanyoles, pot retallar la rendibilitat, si el mercat de capitals continua enterbolint-se.

Una de les conseqüències de la crisi financera és l'augment estructural de la incertesa i la volatilitat. En els mercats financers es donen brots periòdics d'aversion al risc, que incideixen negativament en el sentiment dels agents. Tot i el caràcter estable de la inversió de les companyies asseguradores, orientades al llarg termini i a la gestió prudent i conservadora, els gestors d'actius s'han de mantenir alertes, i preparar-se per identificar, quantificar i mitigar els riscos. Per fer-ho, el gestor d'actius disposa de diverses eines, com la diversificació, el control sistemàtic de la volatilitat, la gestió dels fluxos de caixa, la immunització financera i la utilització dels derivats.

Tots els instruments financers estan interconnectats. Per tant, el gestor d'una cartera d'actius ha de tenir una perspectiva multidimensional del sistema financer internacional, combinat amb un coneixement del comportament de les diferents tipologies d'actius, i un seguiment dels principals indicadors econòmics. Aquests tres factors són elements claus per a la correcta interpretació de les senyals del mercat, i la posterior selecció d'actius. Aquest document ha ofert una descripció de tots aquests aspectes.

Solvència II provocarà canvis graduals en la selecció d'actius, ja que el consum de capital passarà a ser un factor decisiu a l'hora de planificar l'estratègia in-

versora. Pel que fa a la renda fixa, les asseguradores tindran més incentius a assignar una major quantitat d'actius a títols de deute públic, a curt termini, i d'excel·lent qualitat creditícia, precisament en un moment en que la renda fixa sobirana ja no és el refugi segur que era abans de l'esclat de la crisi. A més a més, el ventall d'inversions públiques AAA s'està reduint, i és previsible que s'encareixi el preu de les emissions dels tresors que encara conservin la màxima nota. Aquests títols ofereixen uns rendiments extremadament baixos.

Els canvis normatius impulsats per Solvència II, en relació als dipòsits, faran que les companyies asseguradores tinguin incentius a contractar-los en aquelles entitats financeres que tinguin millor rating. Com que el sistema bancari espanyol està vivint un fort procés de consolidació, cada cop hi ha menys participants en el mercat, i la menor competència per atraure clients repercutirà negativament en els tipus d'interès oferts, ja que la gamma de possibilitats serà menor.

Aquests dos aspectes, previsiblement, disminuiran les rendibilitats de les inversions, en un entorn en que els mercats de capitals ofereixen uns rendiments escassos. Una baixa rendibilitat de les inversions restarà atractiu per als accionistes i als tenidors de bons emesos per asseguradores. Aquest fet pot encarir el cost de capital del sector assegurador, fent que els productes asseguradors perdin competitivitat.

## 10. Bibliografia

ÁREA XXI. Modelos internos y Solvencia II, 2009.

ASPACHS-BRACONS, O. Basilea III, aquesta és la bona? Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica de "la Caixa", 2010.

ASPACHS-BRACONS, O; BULACH, M.; GUAL, J.; JÓDAR-ROSELL, S. Cap a una nova arquitectura financera, Documents d'Economia, núm. 18, "la Caixa", 2010.

BANCO DE ESPAÑA. Boletín Económico Julio-Agosto 2011 - Informe trimestral de la economía española, 2011.

BANCO DE ESPAÑA. Resultados de las pruebas de resistencia 2011 para los bancos y cajas de ahorro españoles, 2011.

BLANCO-MORALES, P. Estudio sobre el sector asegurador en España. Fundación de Estudios Financieros. Papeles de la Fundación N° 35, 2010.

CEA. European Insurance in Figures. CEA Statistics N° 42, 2010.

COMITÉ DE SUPERVISIÓN BANCARIA DE BASILEA. Basilea III: Marco internacional para la medición, normalización y seguimiento del riesgo de liquidez. Banco de Pagos Internacional, 2010.

CUESTA, F. El riesgo de tipo de interés: experiència española y Solvencia II. Fundación Mapfre, 2011.

DGSFP. Informe anual 2010, 2011.

DUDLEY, W. US Experience with Bank Stress Tests. Federal Reserve Bank of New York, 2011.

FINANCIAL STABILITY BOARD. Reducing the moral hazard posed by systemically important financial institutions. G20 Leaders, 2010.

FITCH RATINGS. Solvency II poised to reshape asset allocation in capital markets, 2011.

GARCÍA, D. Ahorro familiar en España. Fundación de Estudios Financieros. Papeles de la Fundación N° 39, 2011.

GUILLÉN, M.; BLANCO-MORALES, P. Estudio sobre el sector asegurador en España 2010: Los aspectos cualitativos de Solvencia II. Fundación de Estudios Financieros. Papeles de la Fundación N° 38, 2011.

ICEA. Solvencia II y el control interno de riesgos. Conceptos y práctica, 2006.

ICEA. Las inversiones de las Entidades Aseguradoras. Estadística año 2008, 2009.

ICEA. Manual práctico para el control de riesgos en el negocio asegurador, 2009.

ICEA. Gestión integral de riesgos: mercado, crédito, ALM y riesgo operacional, 2010.

ICEA. Las inversiones de las Entidades Aseguradoras. Estadística año 2009, 2010.

ICEA. Evolución del mercado asegurador. Estadística año 2010, 2011.

ICEA. Las inversiones de las Entidades Aseguradoras. Estadística año 2010, 2011.

ICEA. Índices de personal de las Entidades Aseguradoras. Estadística año 2010, 2011.

ICEA. Fichero Histórico de Rankings - 2000/2007, 2011.

KPMG. Study into the methodologies to assess the overall financial position of an insurance undertaking from the perspective of prudential supervision. The European Commission, 2002.

LA CAIXA. Informació amb rellevància prudencial del Grup "la Caixa". Pilar 3 de Basilea, 31-12-2009, 2009.

LA CAIXA. Escenari econòmic-financer Juliol 2011. Banca privada - Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica, 2011.

MAPFRE. Ranking de Grupos Aseguradores en Iberoamérica 2007, 2008.

MAPFRE VIDA. Estudio sobre actitudes de los españoles ante la jubilación y la reforma de las pensiones. Resultados total nacional, 2011.

MARTÍNEZ-PARDO, R.; ZAPATA, F.J. Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos (2010). Fundación de Estudios Financieros. Papeles de la Fundación N° 37, 2011.

MCKINSEY&COMPANY. Global Capital Markets: Entering a new era, 2009.

NOGUER, M. Fiscalitat financera: moltes propostes, poc consens. Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica de "la Caixa", 2011.

PÉREZ GARCÍA, F. Crecimiento y competitividad. Trayectoria y perspectivas de la economía española. Fundación BBVA - Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, 2011.

PÉREZ TORRES, J.L. Conociendo el seguro. Teoría General del Seguro. Universitat de Barcelona, 2002.

SIGMA. La solvencia de aseguradoras no-vida: una búsqueda de equilibrio entre seguridad y rentabilidad. Swiss Reinsurance Company Ltd. Economic Research & Consulting. N° 2/2000, 2000.

SIGMA. Gestión de activos y pasivos para aseguradoras. Swiss Reinsurance Company Ltd. Economic Research & Consulting. N° 6/2000, 2000.

SIGMA. La inversión de los seguros en un entorno mundial complicado. Swiss Reinsurance Company Ltd. Economic Research & Consulting. N° 5/2010, 2010.

SIGMA. World insurance in 2010. Premiums back to growth - capital increases. Swiss Reinsurance Company Ltd. Economic Research & Consulting. N° 2/2011, 2011.

UNESPA. Memoria Social del Seguro 2010, 2011.

VIDAL-FOLCH, X. "Se lo guisan y se lo comen", El País (31 de marzo de 2011).

Web de la Comissió Europea (The European Commission).  
<[http://ec.europa.eu/internal\\_market/insurance/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/insurance/index_en.htm)>  
(Data de consulta: juliol-agost de 2011)

Web de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP).  
<<http://www.dgsfp.meh.es>>  
(Data de consulta: juliol-agost de 2011)

Web de Investigación Cooperativa entre Entidades Aseguradoras y Fondos de Pensiones (ICEA). <<http://www.icea.es>>



(Data de consulta: juliol-agost de 2011)

Web de UNESPA (Asociación Empresarial del Seguro). <<http://www.unespa.es>>  
(Data de consulta: juliol-agost de 2011)



## Annex 11.1 – Ratings

		SIGNIFICATS DE LES QUALIFICACIONS				
		STANDARD & POOR'S	Moody's	FitchRatings		
QUALITAT CREDITICIA (LLARG TERMINI)	Grau d'Inversió	Qualitat extrema: mínima sensibilitat en el LT a entorn advers	AAA	Aaa	AAA	
		Qualitat superior (alta): escassa sensibilitat en el LT a entorn advers	AA+	Aa1	AA+	
		Qualitat bona (mitja-alta): moderada sensibilitat en el LT a entorn advers	AA	Aa2	AA	
		Qualitat acceptable (mitja): certa sensibilitat en el LT a entorn advers	AA-	Aa3	AA-	
	Grau d'Especulació	Qualitat questionable: capacitat incerta en el LT amb gran sensibilitat a entorns adversos	A+	A1	A+	
		Qualitat pobre: capacitat escassa en el LT dependent d'entorn favorable	A	A2	A	
		Qualitat molt pobre: capacitat molt escassa en el LT amb alta probabilitat d'impagament en el CT dependent d'entorn favorable	A-	A3	A-	
			BBB+	Baa1	BBB+	
			BBB	Baa2	BBB	
			BBB-	Baa3	BBB-	
Alt Risc	Situació propera a la insolvència: alta probabilitat (CC) o senyal imminent (C) d'impagament amb alguna expectativa de recobriment	BB+	Ba1	BB+		
	Situació d'insolvència: impagament efectiu o anunciat a futur amb mínima expectativa de recobriment. (SD/RD) = Default selectiu (*); (D) = Default General (*); (R) = intervenció per supervisor regulatori	BB	Ba2	BB		
QUALITAT CREDITICIA (CURT TERMINI)	Grau d'Inversió	Qualitat extrema: mínima sensibilitat a l'entorn	BB-	Ba3	BB-	
		Qualitat superior: escassa sensibilitat a l'entorn	B+	B1	B+	
		Qualitat bona: alguna sensibilitat a l'entorn	B	B2	B	
		Qualitat acceptable: moderada sensibilitat a l'entorn	B-	B3	B-	
	Grau d'Especulació	Situació propera a la insolvència: (B) = Capacitat dèbil amb evolució incerta molt limitada per condicions de l'entorn; (C) = Alta probabilitat immediata d'impagament subjecta a entorn favorable sostingut	CCC+	Caa1	CCC+	
		Situació d'insolvència: impagament actual o anunciat a futur / SD = Default Selectiu; D = Default General	CCC	Caa2	CCC	
			CCC-	Caa3	CCC-	
		Alt Risc	Situació propera a la insolvència: (B) = Capacitat dèbil amb evolució incerta molt limitada per condicions de l'entorn; (C) = Alta probabilitat immediata d'impagament subjecta a entorn favorable sostingut	CC	Ca	CC
			Situació d'insolvència: impagament actual o anunciat a futur / SD = Default Selectiu; D = Default General	SD D	(R) C	RD D
		Grau d'Especulació	Qualitat extrema: mínima sensibilitat a l'entorn	A-1+	P-1	F1+
Qualitat superior: escassa sensibilitat a l'entorn	A-1		F1			
Qualitat bona: alguna sensibilitat a l'entorn	A-2		F2			
Qualitat acceptable: moderada sensibilitat a l'entorn	A-3		P-3	F3		
Alt Risc	Situació propera a la insolvència: (B) = Capacitat dèbil amb evolució incerta molt limitada per condicions de l'entorn; (C) = Alta probabilitat immediata d'impagament subjecta a entorn favorable sostingut		B	N-P	B	
	Situació d'insolvència: impagament actual o anunciat a futur / SD = Default Selectiu; D = Default General		C		C	
		SD	D			
		D	D			

Notes: LT (Llarg Termini); CT (Curt Termini); Default Selectiu (impagament de determinades obligacions); Default General (impagament de qualsevol obligació)  
Font: Pàgines webs de les tres agències

## Annex 11.2 – Estructura cartera inversions

	2007	2008
<b>I - TRESORERIA (Venciment &lt; 3 mesos)</b>	<b>10,1%</b>	<b>12,1%</b>
Lletres del Tresor	0,1%	0,0%
Deuda "repo"	0,8%	0,8%
Pagarés d'empresa	1,3%	1,4%
Dipòsits bancaris i comptes corrents	8,0%	9,8%
Altres Actius Mercat Monetari	0,0%	0,0%
<b>II - INVERSIONS FINANCERES</b>	<b>86,2%</b>	<b>84,2%</b>
<b>Títols Renda Fixa</b>	<b>61,4%</b>	<b>62,7%</b>
Nacional	23,4%	23,6%
Deute Públic	14,7%	13,4%
Renda Fixa Privada	8,7%	10,2%
Resta de la Zona Euro	36,2%	35,1%
Resta del món	1,8%	4,0%
<b>Dipòsits i eurodipòsits a mig i llarg termini</b>	<b>4,7%</b>	<b>4,0%</b>
<b>Bestretes sobre pòlisses</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,3%</b>
<b>Préstecs Hipotecaris</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,2%</b>
<b>Títols Renda Variable</b>	<b>5,3%</b>	<b>4,2%</b>
Títols Renda Variable Nacional	3,7%	2,9%
Títols Renda Variable Resta de la Zona Euro	0,8%	0,6%
Títols Renda Variable Resta del món	0,1%	0,1%
Accions no aptes per a la cobertura	0,7%	0,6%
<b>Fons d'Inversió</b>	<b>6,2%</b>	<b>5,5%</b>
Lligats a Unit-Linked	2,9%	2,5%
FIM (Fons d'Inversió Mobiliària)	3,0%	2,9%
Monetaris	0,3%	0,2%
Renda Fixa	0,5%	0,8%
Renda Fixa Mixta	0,6%	0,6%
Variable Mixta	0,4%	0,3%
Renda Variable	0,9%	0,7%
Internacionals Renda Fixa	0,1%	0,1%
Internacionals Renda Variable	0,2%	0,2%
FII (Fons d'Inversió Immobiliària)	0,1%	0,1%
Altres IIC (Institucions d'Inversió Col·lectiva)	0,1%	0,1%
<b>Altres inversions financeres</b>	<b>7,9%</b>	<b>7,3%</b>
<b>III - INVERSIONS MATERIALS (Valor Comptable)</b>	<b>3,8%</b>	<b>3,7%</b>
Immables d'ús propi	1,3%	1,5%
Immables en arrendament	2,5%	2,2%
<b>TOTAL INVERSIONS (I + II + III)</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Font: ICEA (2009): *Las inversiones de las entidades aseguradoras. Estadística año 2008.*

	2009	2010
<b>TRESORERIA</b>	<b>8,89%</b>	<b>5,36%</b>
Bancs i institucions de crèdit i Caixa	4,04%	3,50%
Repos adquirits amb venciment inferior a 3 mesos	4,85%	1,86%
<b>RENDA FIXA</b>	<b>63,61%</b>	<b>63,48%</b>
Títols Nacionals	26,24%	31,30%
Renda Fixa Pública	12,08%	16,34%
Renda Fixa No Pública	11,98%	13,32%
Participacions preferents, pagarés i altres valors	2,19%	1,65%
Títols Estrangers	37,36%	32,17%
Renda Fixa Pública	7,47%	7,15%
Renda Fixa No Pública	29,45%	24,25%
Participacions preferents, pagarés i altres valors	0,44%	0,77%
<b>DIPÒSITS</b>	<b>7,68%</b>	<b>8,30%</b>
Dipòsits bancaris	6,73%	7,31%
Eurodipòsits	0,23%	0,31%
Altres	0,72%	0,68%
<b>CRÈDITS</b>	<b>1,30%</b>	<b>5,35%</b>
Préstecs	1,16%	5,23%
Préstecs hipotecaris	0,14%	0,11%
<b>RENDA VARIABLE</b>	<b>2,75%</b>	<b>2,69%</b>
Títols Nacionals	2,12%	2,06%
Títols Estrangers	0,63%	0,64%
<b>FONS D'INVERSIÓ</b>	<b>5,66%</b>	<b>6,05%</b>
Títols Nacionals	3,27%	3,26%
Accions en societats	0,18%	0,13%
FII (Fons d'Inversió Immobiliària)	0,09%	0,07%
Participacions en fons d'inversió mobiliària (FIM)	2,99%	3,04%
Participacions en fons de capital risc	0,01%	0,03%
Títols Estrangers	2,33%	2,78%
Accions en societats	0,58%	0,70%
FII (Fons d'Inversió Immobiliària)	0,03%	0,01%
Participacions en fons d'inversió mobiliària (FIM)	1,71%	2,07%
Participacions en fons de capital risc	0,00%	0,01%
Altres	0,06%	0,00%
<b>IMMOBLES</b>	<b>5,23%</b>	<b>4,62%</b>
Actiu mantingut per a la venda	0,01%	0,02%
Immobilitzat material	1,82%	1,78%
Inversió immobiliària	3,40%	2,83%
<b>PRODUCTES DERIVATS I ESTRUCTURATS</b>	<b>4,89%</b>	<b>4,14%</b>
Derivats	0,06%	-0,10%
Derivats de cobertura	0,02%	-0,08%
Derivats d'inversió	0,04%	-0,01%
Estructurats	4,83%	4,24%
<b>TOTAL INVERSIONS</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Font: ICEA (2011): *Las inversiones de las entidades aseguradoras. Estadística año 2010.*

## **Annex 11.3 – Inversions aptes per a la cobertura**

L'article 50 del Reglament d'Ordenació i Supervisió de les Assegurances Privades (ROSSP), del Reial Decret 239/2007, de 16 de febrer, estableix els instruments d'inversió que són aptes per a la cobertura de les provisions tècniques. A continuació, s'exposa la llista de béns i drets de forma resumida. El text íntegre es pot trobar a l'apartat de la regulació de la pàgina web de la DGSFP.

- 1.a.** Valors i drets negociables de renda fixa o variable de qualsevol tipus, inclosos els que puguin donar dreta a la seva subscripció o adquisició, quan, havent estat admesos a negociació en mercats regulat en l'àmbit de l'OCDE, siguin susceptibles de tràfic generalitzat i impersonal en un mercat financer.
- 1.b.** Actius financers estructurats, és a dir, compostats per combinació de dos o més actius, instruments derivats o combinació d'ambdós, que s'instrumentin a través d'un únic negoci jurídic.
- 2.** Valors i drets negociables diferents dels previstos en l'apartat 1.a, quan hagin estat emesos o avalats per organismes internacionals als que pertanyi un estat membre de l'Espai Econòmic Europeu (EEE).
- 3.** Valors de renda fixa diferents dels recollits en els apartats 1.a i 2, sempre i quan tinguin garantia real o aval incondicional i solidari per part d'una entitat de crèdit o assegurances per part d'una entitat asseguradora autoritzada per operar en algun estat membre de l'EEE.
- 4.** Finançaments concedits a l'Estat, Comunitats Autònomes, corporacions locals, societats estatals o a entitats públiques de l'EEE.
- 5.** Accions i participacions d'institucions d'inversió col·lectiva, i accions i participacions d'entitats de capital risc. Instruments derivats.
- 6.** Actius i drets del mercat hipotecari, incloses les titulitzacions hipotecàries, emesos per societats establertes a l'EEE.
- 7.** Lletres de canvi i pagarés.
- 8.** Accions d'entitats de crèdit, empreses de serveis d'inversió i entitats asseguradores i reasseguradores.
- 9.** Accions nominatives i participacions de societats l'activitat exclusiva de les quals consisteixi en la gestió d'actius per compte d'entitats asseguradores i fons de pensions.
- 10.** Béns immobles i drets reals immobiliaris (sòl rústic, sòl urbà o urbanitzable, edificis acabats, pisos, locals o parkings), situats a l'EEE, inscrits en

el Registre de la Propietat, taxats, lliurement transmissibles, i assegurats contra el risc d'incendi.

- 11.**Crèdits hipotecaris, sempre i quan siguin de primera hipoteca.
- 12.**Crèdits pignoraticis.
- 13.**Crèdits concedits a societats domiciliades en algun país de l'EEE, les accions de les quals cotitzin en un mercat regulat de l'OCDE.
- 14.**Crèdits garantits per entitats de crèdit o asseguradores.
- 15.**Crèdits davant dels reasseguradors per la seva participació en la provisió de prestacions, en la part en que no haguessin rebut dipòsits per aquesta raó.
- 16.**Dipòsits en empreses cedents en motiu d'operacions de reassegurança acceptada.
- 17.**Crèdits contra la Hisenda Pública per liquidacions de l'Impost de Societats, i per retencions a compte.
- 18.**Crèdits per interessos, rendes i dividendes meritats i no vençuts, així com els que estan vençuts i pendents de cobrament, no estiguin afectats per probable insolvència.
- 19.**Recobrament de sinistres en els rams de crèdit i caució.
- 20.**Efectiu en caixa, bitllets de banc o moneda metàl·lica que es negociï en mercats de divises de l'OCDE.
- 21.**Dipòsits en entitats de crèdit autoritzades per operar a l'EEE.
- 22.**Xecs de comptes corrents no perjudicats, emesos o garantits per entitats de crèdit.
- 23.**Altres actius no enumerats anteriorment quan reuneixen les condicions que el Ministeri d'Economia i Hisenda estableixi per a la seva consideració com a aptes per a la cobertura de provisions tècniques.

## Annex 11.4 – Matriu de correlacions

Matriu de correlacions de diversos índexs, amb dades històriques d'1 any																			
Categoria	Índex	Codi	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
Renda variable	Eurostoxx 50	1	1	0,93	0,87	0,98	0,74	0,13	0,84	0,26	0,86	-0,37	-0,60	0,22	0,61	-0,15	0,42	0,07	-0,13
Renda variable	DAX	2	0,93	1	0,87	0,93	0,74	0,19	0,85	0,33	0,85	-0,31	-0,52	0,19	0,49	-0,23	0,45	0,11	-0,18
Renda variable	FTSE 100	3	0,87	0,87	1	0,90	0,76	0,16	0,74	0,34	0,87	-0,26	-0,47	0,32	0,51	-0,11	0,50	0,15	-0,14
Renda variable	CAC 40	4	0,98	0,93	0,90	1	0,78	0,15	0,87	0,28	0,89	-0,35	-0,57	0,24	0,57	-0,16	0,45	0,10	-0,14
Renda variable	S&P 500	5	0,74	0,74	0,76	0,78	1	0,05	0,92	0,12	0,91	-0,40	-0,48	0,11	0,37	-0,20	0,47	0,04	-0,03
Renda variable	MSCI Japan	6	0,13	0,19	0,16	0,15	0,05	1	0,23	0,39	0,30	0,18	0,03	0,25	0,00	-0,08	0,28	0,25	-0,34
Renda variable	DJ Islamic Market Titans 100	7	0,84	0,85	0,74	0,87	0,92	0,23	1	0,32	0,98	-0,30	-0,50	0,25	0,47	-0,21	0,56	0,09	-0,12
Renda variable	MSCI China	8	0,26	0,33	0,34	0,28	0,12	0,39	0,32	1	0,33	0,11	-0,05	0,42	0,20	-0,03	0,31	0,12	-0,38
Renda variable	MSCI World	9	0,86	0,85	0,87	0,89	0,91	0,30	0,98	0,33	1	-0,28	-0,51	0,27	0,49	-0,22	0,57	0,12	-0,15
Renda fixa	iBoxx Global Inflation Linked	10	-0,37	-0,31	-0,26	-0,35	-0,40	0,18	-0,30	0,11	-0,28	1	0,65	0,12	-0,24	-0,12	-0,07	0,15	-0,04
Renda fixa	iBoxx Sovereigns Euro Zone AAA Total Return	11	-0,60	-0,52	-0,47	-0,57	-0,48	0,03	-0,50	-0,05	-0,51	0,65	1	0,02	-0,50	0,00	-0,24	0,05	0,06
Renda fixa	Emerging Markets Liquid Eurobond	12	0,22	0,19	0,32	0,24	0,11	0,25	0,25	0,42	0,27	0,12	0,02	1	0,30	-0,14	0,25	0,13	-0,31
Crèdit corporatiu	iTraxx Europe Senior Financials 5Y	13	0,61	0,49	0,51	0,57	0,37	0,00	0,47	0,20	0,49	-0,24	-0,50	0,30	1	0,07	0,24	0,03	-0,15
Monetari	EONIA	14	-0,15	-0,23	-0,11	-0,16	-0,20	-0,08	-0,21	-0,03	-0,22	-0,12	0,00	-0,14	0,07	1	-0,25	0,08	0,00
Matèries primes	DB Commodity Booster Light Energy	15	0,42	0,45	0,50	0,45	0,47	0,28	0,56	0,31	0,57	-0,07	-0,24	0,25	0,24	-0,25	1	0,22	-0,12
Divisa	DBCR EUR Momentum	16	0,07	0,11	0,15	0,10	0,04	0,25	0,09	0,12	0,12	0,15	0,05	0,13	0,03	0,08	0,22	1	-0,18
Alternatiu	Euro Interest Rates Volatility	17	-0,13	-0,18	-0,14	-0,14	-0,03	-0,34	-0,12	-0,38	-0,15	-0,04	0,06	-0,31	-0,15	0,00	-0,12	-0,18	1

Font: Elaboració pròpia a partir de les dades mostrades a la pàgina web de Deutsche Bank, db X-trackers ([www.etf.db.com](http://www.etf.db.com)), on es publiquen 162 índexs. Dades a 13-08-2011.



## Annex 11.5 – Els acords de Basilea

**Basilea I:** L'any 1988, un comitè de supervisors bancaris, format pels governadors dels bancs centrals d'Alemanya, Bèlgica, Canadà, Espanya, Estats Units, França, Itàlia, Japó, Luxemburg, Holanda, el Regne Unit, Suècia i Suïssa, va establir les recomanacions que més tard serien conegudes com a Basilea I (*International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*). En essència, cada entitat estava obligada a mantenir un mínim de capital, en funció del risc de crèdit, però sense tenir en compte la qualitat creditícia dels actius. És a dir, considerava que tots els crèdits tenien la mateixa probabilitat d'impagament.

El capital mínim havia de ser, almenys, del 8% dels actius ponderats pel seu risc (Risk Weighted Assets, RWA), tant els que estan dins de balanç com els que estan fora de balanç. Les ponderacions aplicades al càlcul del risc de crèdit eren les següents: 0% per bons estatals, 20% per exposicions a bancs de l'OCDE, 50% per préstecs hipotecaris de primer rang, i 100% per préstecs al consum, i préstecs no hipotecaris per ús no residencial.

El capital mínim es definia com la suma del capital bàsic, o Tier 1, més el capital complementari, o Tier 2. Els elements agrupats en el Tier 1, i en el Tier 2, havien de complir determinats requisits de permanència, capacitat d'absorció de pèrdues, i de protecció davant d'una fallida.

El Core Tier 1 forma part del Tier 1. El Core Tier 1 està format pel capital aportat pels accionistes, més les reserves, que són els beneficis aconseguits per l'entitat, que no s'han repartit entre els accionistes, ni s'han invertit.

El Tier 1, com s'acaba de dir, està format pel Core Tier 1, i a més a més, els instruments de caràcter híbrid. Aquests instruments, en el cas espanyol, són les participacions preferents, emeses pels bancs, o les quotes participatives, emeses per les caixes d'estalvi. Són bons, sense drets de vot, però amb drets econòmics.

El Tier 2 inclou emissions de deute subordinat, reserves per insolvències, i reserves per revalorització d'actius. Contribueixen a la fortalesa de l'entitat.

L'any 1996, es va incorporar el risc de mercat, és a dir, el risc derivat de les fluctuacions en els preus dels actius que cotitzen, els tipus d'interès i els tipus de canvi. Amb el temps, les recomanacions establertes per Basilea I es van anar implantar en la legislació de més de 100 països, constituint l'episodi d'homogeneïtzació més important del sistema bancari mundial.

Tal i com ja s'ha apuntat, Basilea I no discriminava entre riscos alts o baixos, productes complexes o simples, ni terminis llargs o curts. Algunes entitats van

començar a realitzar inversions més arriscades, ja que, en aquest tipus d'operacions, podien cobrar comissions més elevades, i el seu marge d'intermediació era més ample. Si tot rutllava bé, és a dir, es recuperava el capital prestat, la rendibilitat sobre recursos propis creixia. La sofisticació creixent dels mercats financers va deixar en evidència que calia avançar cap a un model més elaborat, que consumís capital en funció del rating.

**Basilea II:** L'any 2004, el Comitè de Supervisió del Banc de Pagaments Internacionals de Basilea va llançar unes noves recomanacions, basades en la gestió del risc (*International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework*). Va establir tres pilars: Pilar 1 (requeriments mínims de capital), Pilar 2 (procés de supervisió bancària) i Pilar 3 (disciplina de mercat).

Pel que fa al Pilar 1, es va introduir un nou risc, el risc operacional. Així doncs, Basilea II té en compte el risc de crèdit, el risc de mercat, i el risc operacional. Per cada un d'aquests riscos, hi ha dos formes d'avaluar els riscos: el Mètode Standard, basat en el rating d'agències qualificadores externes i independents, i el Mètode Avançat (Internal Rating Based Approach, o IRB), basat en l'avaluació del risc que fa la pròpia entitat. El grau de sofisticació de l'entitat supervisada determina quin mètode s'utilitza, ja que se suposava que només els bancs de primer nivell serien capaços de muntar un sistema d'avaluació de riscos potent, basat en les seves pròpies característiques.

El capital mínim es va mantenir estable en el 8% dels actius ponderats per risc, igual que a Basilea I, però la novetat va ser que el Tier 1, almenys, havia de representar la meitat del capital total, el 4% dels actius ponderats per risc. A més a més, el Core Tier 1 havia de representar el 2% dels actius ponderats per risc, com a mínim.

Seguint en el terreny de les innovacions, es va introduir el Tier 3, destinat a complementar la cobertura del risc de mercat. El Tier 3 inclou d'altres instruments de deute subordinat, no hipotecari, amb un venciment original superior als 2 anys, i amb una clàusula que impedeixi repagar principal ni interessos a l'inversor si el capital de l'entitat emissora disminueix per sota d'un determinat nivell.

En relació a les ponderacions aplicades a l'hora de calcular el risc de crèdit, es va afegir una nova categoria: 150% per als préstecs concedits a individus amb baix rating. Pel que fa al risc de mercat, es va difondre la utilització del VaR.

El Pilar II ofereix el marc mitjançant el qual els supervisors passen a controlar aspectes relacionats amb el risc sistèmic, el risc de concentració, el risc reputacional, el risc de liquiditat, i el risc legal.

Finalment, el Pilar III estableix la disciplina d'informació que s'ha de fer pública a tots els participants del mercat: activitats de gestió de risc, processos de rating intern de riscos, i distribució de riscos.

El calendari d'implantació s'extenia fins a gener de 2008, i el van adoptar prop de 90 països. La crisi financera global en va qüestionar el plantejament, i va obligar als supervisors a redefinir els termes de l'acord, per tal de restablir l'equilibri entre capital i risc.

A tall d'exemple, s'inclou el detall del capital del Grup "la Caixa" a 31 de desembre de 2009. Val la pena assenyalar que les participacions en Entitats Asseguradores resta fortalesa, tant al Tier 1, com en el Tier 2 (-365 milions). Quan Basilea III entri en vigor, aquest capítol restarà fortalesa un nivell més amunt, es detreurà del core Tier 1.

Recursos Propis Computables del Grup "la Caixa" a 31-12-2009	Import	Rati s/RWA
Total Fons Propis Computables	16.696.054	
Capital o fons de dotació	3.006	
Reserves	15.183.404	
Resultat atribuït al Grup	1.509.644	
Aportació a l'Obra Social	-425.000	
Interessos minoritaris	2.391.226	
Fons de Comerç i actius immaterials	-4.542.331	
Ajustos (reserves de revalorització d'actius i altres)	-384.587	
<b>Core Capital</b>	<b>13.735.362</b>	<b>8,7%</b>
Participacions preferents	4.897.586	
Deduccions per inversions en Entitats Financeres i Asseguradores	-1.646.554	
Participacions en Entitats Financeres	-1.281.546	
Participacions en Entitats Asseguradores	-365.008	
Deduccions per pèrdues esperades i altres	-635.900	
<b>Subtotal Recursos Propis Bàsics (Tier 1)</b>	<b>16.350.494</b>	<b>10,4%</b>
Reserves de revalorització d'actius	461.249	
Finançaments subordinats	3.195.219	
Fons genèrics d'insolvències (mètode estàndar)	270.056	
Fons de l'Obra Social (invertit en immobles)	162.076	
Deduccions per inversions en Entitats Financeres i Asseguradores	-1.646.554	
Participacions en Entitats Financeres	-1.281.546	
Participacions en Entitats Asseguradores	-365.008	
Deduccions per Participacions Qualificades	-1.008.377	
Deduccions per pèrdues esperades i altres	-529.944	
<b>Subtotal Recursos de Segona Categoria (Tier 2)</b>	<b>903.726</b>	
<b>Total Recursos Propis Computables</b>	<b>17.254.220</b>	<b>11,0%</b>
<b>Actius ponderats per risc (RWA)</b>	<b>157.534.088</b>	
<b>Recursos Propis Mínims (coeficient 8%)</b>	<b>12.602.727</b>	
Requeriments de recursos propis	12.581.462	
Risc de crèdit	10.768.696	
Risc de les participacions accionaries	989.354	
Risc de la cartera de negociació i risc de tipus de canvi	51.249	
Risc operacional	772.163	
Requeriments de recursos propis addicionals	21.265	
<b>Superàvit de Recursos Propis</b>	<b>4.651.493</b>	

Xifres en milers d'euros.

Font: La Caixa (2009): *Informació amb rellevància prudencial del Grup "la Caixa". Pilar 3 de Basilea, 31-12-2009*

**Basilea III:** El calendari d'implantació programat pel BPI comença el 2013, i s'allarga fins l'any 2019. Un dels objectius assolits és una major uniformitat en la definició dels nivells mínims de capital.

El principal propòsit d'aquest nou acord és reforçar la solvència de les entitats. Així doncs, el Core Tier 1 passa del 2% al 4,5% dels actius ponderats per risc. El Tier 1 passa del 4% al 6% dels actius ponderats per risc. Analistes de JP-Morgan, i de The Boston Consulting Group, calculen un increment d'entre el 20% i el 40% de les exigències actuals. Conseqüentment, si les entitats han de mantenir més capital, s'ha xifrat en un 15%-30% la reducció de la rendibilitat.

D'altra banda, no només s'augmenta la quantitat de capital, si no que s'han creat nous "coixins" de capital. D'una banda, s'ha fixat un coixí de conservació de capital del 2,5%. I d'altra banda, s'ha establert un coixí de capital anticíclic, mitjançant el qual els reguladors nacionals podran exigir fins a un 2,5% addicional en períodes d'alt creixement del crèdit. Finalment, en l'apartat de nous coixins de capital, s'està estudiant la possibilitat d'introduir un recàrrec de capital només aplicable a les entitats amb importància sistèmica (SIFI)

Addicionalment, s'ha establert un coeficient de cobertura de la liquiditat, amb la intenció de que tots els bancs tinguin actius líquids d'alta qualitat i lliures de càrregues, que es poguessin transformar en líquids, i d'aquesta manera l'entitat pogués fer front a les necessitats de liquiditat dels seus clients en un escenari advers.

L'últim coeficient introduït, el coeficient de finançament estable net, persegueix fomentar el finançament a llarg termini. La idea és que l'entitat disposi de prou finançament com per poder cobrir les seves necessitats d'un any.

El Tier 3 serà eliminat.

Pel que fa el passiu dels balanços, els dipòsits recuperaran la rellevància que tenien anteriorment, ja que el finançament majorista tindrà majors costos, i ha presentat nivells de volatilitat superiors. En relació a l'actiu del balanç d'un banc, les noves exigències de liquiditat fomentaran la inversió en deute públic, que és l'actiu de renda fixa més líquid.

## Annex 11.6 – Sigles i abreviatures

ALM – Asset Liquidity Management

AMAEF – Asociación de la Mediación Aseguradora de Entidades Financieras

BCE – Banc Central Europeu

BdE – Banc d'Espanya

BPI – Banc de Pagaments Internacional

BRIC – Brasil, Rússia, Índia i Xina

CEA – Comitè Europeu d'Asseguradors

CEIOPS – Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors

CES – Consell Econòmic i Social

CFM – Cash Flow Matching

CNAE – Classificació Nacional d'Activitats Econòmiques

DGSFP – Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones

EEE – Espai Econòmic Europeu

EIOPA – European Insurance and Occupational Pensions Authority

EPA – Enquesta de Població Activa

FII – Fons d'Inversió Immobiliària

FIM – Fons d'Inversió Mobiliària

FMI – Fons Monetari Internacional

ICEA – Investigación Cooperativa entre Entidades Aseguradoras y Fondos de Pensiones

IIC – Institucions d'Inversió Col·lectiva

JERS – Junta Europea de Riscos Sistèmics

MCR – Minimum Capital Requirements

MM – Milers de milions

MTM – Mark-to-Market

MTMODEL – Mark-to-Model

OCDE – Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmic

PIB – Producte Interior Brut

QIS – Quantitative Impact Study

ROSSP – Reglamento de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados

SCR – Solvency Capital Requirements

SEAIDA – Asociación Internacional de Derechos de Seguros – Sección Española

SIFI – Systemic Important Financial Institution

TCM – Teoria de Carteres de Markowitz

UNESPA – Unión Española de Entidades Aseguradoras y Reaseguradoras

VaR – Value at Risk



## **Ferran Camprubí i Baiges**

Nascut a Barcelona, el 21 de juny de 1979.

Llicenciat en Economia, per la Universitat de Barcelona.

Diploma d'Estudis Avançats, del Doctorat d'Història Econòmica.

Ha treballat sis anys a GestiCaixa, en el departament d'administració, i en el departament d'estructuració de fons de titulització d'actius. Actualment, treballa a Mutua de Propietarios des del mes d'octubre de 2009, com a responsable d'inversions financeres.





**COLECCIÓN “CUADERNOS DE DIRECCIÓN ASEGURADORA”**  
Master en Dirección de Entidades Aseguradoras y Financieras  
Facultad de Economía y Empresa. Universidad de Barcelona

**PUBLICACIONES**

- 1.- Francisco Abián Rodríguez: “Modelo Global de un Servicio de Prestaciones Vida y su interrelación con Suscripción” 2005/2006
- 2.- Erika Johanna Aguilar Olaya: “Gobierno Corporativo en las Mutualidades de Seguros” 2005/2006
- 3.- Alex Aguyé Casademunt: “La Entidad Multicanal. Elementos clave para la implantación de la Estrategia Multicanal en una entidad aseguradora” 2009/2010
- 4.- José María Alonso-Rodríguez Piedra: “Creación de una plataforma de servicios de siniestros orientada al cliente” 2007/2008
- 5.- Jorge Alvez Jiménez: “innovación y excelencia en retención de clientes” 2009/2010
- 6.- Anna Aragonés Palom: “El Cuadro de Mando Integral en el Entorno de los seguros Multirriesgo” 2008/2009
- 7.- Maribel Avila Ostos: “La tele-suscripción de Riesgos en los Seguros de Vida” 2009/20010
- 8.- Mercé Bascompte Riquelme: “El Seguro de Hogar en España. Análisis y tendencias” 2005/2006
- 9.- Aurelio Beltrán Cortés: “Bancaseguros. Canal Estratégico de crecimiento del sector asegurador” 2010/2011
- 10.- Manuel Blanco Alpuente: “Delimitación temporal de cobertura en el seguro de responsabilidad civil. Las cláusulas claims made” 2008/2009
- 11.- Eduard Blanxart Raventós: “El Gobierno Corporativo y el Seguro D & O” 2004/2005
- 12.- Rubén Bouso López: “El Sector Industrial en España y su respuesta aseguradora: el Multirriesgo Industrial. Protección de la empresa frente a las grandes pérdidas patrimoniales” 2006/2007
- 13.- Kevin van den Boom: “El Mercado Reasegurador (Cedentes, Brokers y Reaseguradores). Nuevas Tendencias y Retos Futuros” 2008/2009
- 14.- Laia Bruno Sazatornil: “L’ètica i la rentabilitat en les companyies asseguradores. Proposta de codi deontològic” 2004/2005
- 15.- María Dolores Caldés Llopis: “Centro Integral de Operaciones Vida” 2007/2008
- 16.- Adolfo Calvo Llorca: “Instrumentos legales para el recobro en el marco del seguro de crédito” 2010/2011
- 17.- Ferran Camprubí Baiges: “La gestión de las inversiones en las entidades aseguradoras. Selección de inversiones” 2010/2011
- 18.- Joan Antoni Carbonell Aregall: “La Gestió Internacional de Sinistres d’Automòbil amb Resultat de Danys Materials” 2003-2004
- 19.- Susana Carmona Llevadot: “Viabilidad de la creación de un sistema de Obra Social en una entidad aseguradora” 2007/2008
- 20.- Sergi Casas del Alcazar: “El PPlan de Contingencias en la Empresa de Seguros” 2010/2011
- 21.- Francisco Javier Cortés Martínez: “Análisis Global del Seguro de Decesos” 2003-2004
- 22.- María Carmen Ceña Nogué: “El Seguro de Comunidades y su Gestión” 2009/2010
- 23.- Jordi Cots Paltor: “Control Interno. El auto-control en los Centros de Siniestros de Automóviles” 2007/2008
- 24.- Montserrat Cunillé Salgado: “Los riesgos operacionales en las Entidades Aseguradoras” 2003-2004

- 25.- Ricard Doménech Pagés: "La realidad 2.0. La percepción del cliente, más importante que nunca" 2010/2011
- 26.- Luis Domínguez Martínez: "Formas alternativas para la Cobertura de Riesgos" 2003-2004
- 27.- Marta Escudero Cutal: "Solvencia II. Aplicación práctica en una entidad de Vida" 2007/2008
- 28.- Salvador Esteve Casablanca: "La Dirección de Reaseguro. Manual de Reaseguro" 2005/2006
- 29.- Alvaro de Falguera Gaminde: "Plan Estratégico de una Correduría de Seguros Náuticos" 2004/2005
- 30.- Isabel Mª Fernández García: "Nuevos aires para las Rentas Vitalicias" 2006/2007
- 31.- Eduard Fillet Catarina: "Contratación y Gestión de un Programa Internacional de Seguros" 2009/2010
- 32.- Pablo Follana Murcia: "Métodos de Valoración de una Compañía de Seguros. Modelos Financieros de Proyección y Valoración consistentes" 2004/2005
- 33.- Juan Fuentes Jassé: "El fraude en el seguro del Automóvil" 2007/2008
- 34.- Xavier Gabarró Navarro: ""El Seguro de Protección Jurídica. Una oportunidad de Negocio"" 2009/2010
- 35.- Josep María Galcerá Gombau: "La Responsabilidad Civil del Automóvil y el Daño Corporal. La gestión de siniestros. Adaptación a los cambios legislativos y propuestas de futuro" 2003-2004
- 36.- Luisa García Martínez: "El Carácter tuitivo de la LCS y los sistemas de Defensa del Asegurado. Perspectiva de un Operador de Banca Seguros" 2006/2007
- 37.- Fernando García Giralt: "Control de Gestión en las Entidades Aseguradoras" 2006/2007
- 38.- Jordi García-Muret Ubis: "Dirección de la Sucursal. D. A. F. O." 2006/2007
- 39.- David Giménez Rodríguez: "El seguro de Crédito: Evolución y sus Canales de Distribución" 2008/2009
- 40.- Juan Antonio González Arriete: "Línea de Descuento Asegurada" 2007/2008
- 41.- Miquel Gotés Grau: "Assegurances Agràries a BancaSeguros. Potencial i Sistema de Comercialització" 2010/2011
- 42.- Jesús Gracia León: "Los Centros de Siniestros de Seguros Generales. De Centros Operativos a Centros Resolutivos. De la optimización de recursos a la calidad de servicio" 2006/2007
- 43.- José Antonio Guerra Díez: "Creación de unas Tablas de Mortalidad Dinámicas" 2007/2008
- 44.- Santiago Guerrero Caballero: "La politización de las pensiones en España" 2010/2011
- 45.- Francisco J. Herencia Conde: "El Seguro de Dependencia. Estudio comparativo a nivel internacional y posibilidades de desarrollo en España" 2006/2007
- 46.- Francisco Javier Herrera Ruiz: "Selección de riesgos en el seguro de Salud" 2009/2010
- 47.- Alicia Hoya Hernández: "Impacto del cambio climático en el reaseguro" 2008/2009
- 48.- Jordi Jiménez Baena: "Creación de una Red de Agentes Exclusivos" 2007/2008
- 49.- Oriol Jorba Cartoixà: "La oportunidad aseguradora en el sector de las energías renovables" 2008/2009
- 50.- Anna Juncá Puig: "Una nueva metodología de fidelización en el sector asegurador" 2003/2004
- 51.- Ignacio Lacalle Goría: "El artículo 38 Ley Contrato de Seguro en la Gestión de Siniestros. El procedimiento de peritos" 2004/2005
- 52.- Mª Carmen Lara Ortíz: "Solvencia II. Riesgo de ALM en Vida" 2003/2004
- 53.- Haydée Noemí Lara Téllez: "El nuevo sistema de Pensiones en México" 2004/2005
- 54.- Marta Leiva Costa: "La reforma de pensiones públicas y el impacto que esta modificación supone en la previsión social" 2010/2011

- 55.- Victoria León Rodríguez: "Problemàtica del aseguramiento de los Jóvenes en la política comercial de las aseguradoras" 2010/2011
- 56.- Pilar Lindín Soriano: "Gestión eficiente de pólizas colectivas de vida" 2003/2004
- 57.- Víctor Lombardero Guarner: "La Dirección Económico Financiera en el Sector Asegurador" 2010/2011
- 58.- Maite López Aladros: "Análisis de los Comercios en España. Composición, Evolución y Oportunidades de negocio para el mercado asegurador" 2008/2009
- 59.- Josep March Arranz: "Los Riesgos Personales de Autónomos y Trabajadores por cuenta propia. Una visión de la oferta aseguradora" 2005/2006
- 60.- Miquel Maresch Camprubí: "Necesidades de organización en las estructuras de distribución por mediadores" 2010/2011
- 61.- José Luis Marín de Alcaraz: "El seguro de impago de alquiler de viviendas" 2007/2008
- 62.- Miguel Ángel Martínez Boix: "Creatividad, innovación y tecnología en la empresa de seguros" 2005/2006
- 63.- Susana Martínez Corveira: "Propuesta de Reforma del Baremo de Autos" 2009/2010
- 64.- Inmaculada Martínez Lozano: "La Tributación en el mundo del seguro" 2008/2009
- 65.- Dolors Melero Montero: "Distribución en bancaseguros: Actuación en productos de empresas y gerencia de riesgos" 2008/2009
- 66.- Josep Mena Font: "La Internalización de la Empresa Española" 2009/2010
- 67.- Angela Milla Molina: "La Gestión de la Previsión Social Complementaria en las Compañías de Seguros. Hacia un nuevo modelo de Gestión" 2004/2005
- 68.- Montserrat Montull Rossón: "Control de entidades aseguradoras" 2004/2005
- 69.- Eugenio Morales González: "Oferta de licuación de patrimonio inmobiliario en España" 2007/2008
- 70.- Lluís Morales Navarro: "Plan de Marketing. División de Bancaseguros" 2003/2004
- 71.- Sonia Moya Fernández: "Creación de un seguro de vida. El éxito de su diseño" 2006/2007
- 72.- Rocio Moya Morón: "Creación y desarrollo de nuevos Modelos de Facturación Electrónica en el Seguro de Salud y ampliación de los modelos existentes" 2008/2009
- 73.- María Eugenia Mugerza Goya: "Bancaseguros. La comercialización de Productos de Seguros No Vida a través de redes bancarias" 2005/2006
- 74.- Ana Isabel Mullor Cabo: "Impacto del Envejecimiento en el Seguro" 2003/2004
- 75.- Estefanía Nicolás Ramos: "Programas Multinacionales de Seguros" 2003/2004
- 76.- Santiago de la Nogal Mesa: "Control interno en las Entidades Aseguradoras" 2005/2006
- 77.- Antonio Nolasco Gutiérrez: "Venta Cruzada. Mediación de Seguros de Riesgo en la Entidad Financiera" 2006/2007
- 78.- Francesc Ocaña Herrera: "Bonus-Malus en seguros de asistencia sanitaria" 2006/2007
- 79.- Antonio Olmos Francino: "El Cuadro de Mando Integral: Perspectiva Presente y Futura" 2004/2005
- 80.- Luis Palacios García: "El Contrato de Prestación de Servicios Logísticos y la Gerencia de Riesgos en Operadores Logísticos" 2004/2005
- 81.- Jaume Paris Martínez: "Segmento Discapacitados. Una oportunidad de Negocio" 2009/2010
- 82.- Martín Pascual San Martín: "El incremento de la Longevidad y sus efectos colaterales" 2004/2005
- 83.- Montserrat Pascual Villacampa: "Proceso de Tarificación en el Seguro del Automóvil. Una perspectiva técnica" 2005/2006

- 84.- Marco Antonio Payo Aguirre: "La Gerencia de Riesgos. Las Compañías Cautivas como alternativa y tendencia en el Risk Management" 2006/2007
- 85.- Patricia Pérez Julián: "Impacto de las nuevas tecnologías en el sector asegurador" 2008/2009
- 86.- María Felicidad Pérez Soro: "La atención telefónica como transmisora de imagen" 2009/2010
- 87.- Marco José Piccirillo: "Ley de Ordenación de la Edificación y Seguro. Garantía Decenal de Daños" 2006/2007
- 88.- Irene Plana Güell: "Sistemas d'Informació Geogràfica en el Sector Assegurador" 2010/2011
- 89.- Sonia Plaza López: "La Ley 15/1999 de Protección de Datos de carácter personal" 2003/2004
- 90.- Pere Pons Pena: "Identificación de Oportunidades comerciales en la Provincia de Tarragona" 2007/2008
- 91.- María Luisa Postigo Díaz: "La Responsabilidad Civil Empresarial por accidentes del trabajo. La Prevención de Riesgos Laborales, una asignatura pendiente" 2006/2007
- 92.- Jordi Pozo Tamarit: "Gerencia de Riesgos de Terminales Marítimas" 2003/2004
- 93.- Francesc Pujol Niñerola: "La Gerencia de Riesgos en los grupos multisectoriales" 2003-2004
- 94.- M<sup>a</sup> del Carmen Puyol Rodríguez: "Recursos Humanos. Breve mirada en el sector de Seguros" 2003/2004
- 95.- Antonio Miguel Reina Vidal: "Sistema de Control Interno, Compañía de Vida. Bancaseguros" 2006/2007
- 96.- Marta Rodríguez Carreiras: "Internet en el Sector Asegurador" 2003/2004
- 97.- Juan Carlos Rodríguez García: "Seguro de Asistencia Sanitaria. Análisis del proceso de tramitación de Actos Médicos" 2004/2005
- 98.- Mónica Rodríguez Nogueiras: "La Cobertura de Riesgos Catastróficos en el Mundo y soluciones alternativas en el sector asegurador" 2005/2006
- 99.- Susana Roquet Palma: "Fusiones y Adquisiciones. La integración y su impacto cultural" 2008/2009
- 100.- Santiago Rovira Obradors: "El Servei d'Assegurances. Identificació de les variables clau" 2007/2008
- 101.- Carlos Ruano Espí: "Microseguro. Una oportunidad para todos" 2008/2009
- 102.- Mireia Rubio Cantisano: "El Comercio Electrónico en el sector asegurador" 2009/2010
- 103.- María Elena Ruíz Rodríguez: "Análisis del sistema español de Pensiones. Evolución hacia un modelo europeo de Pensiones único y viabilidad del mismo" 2005/2006
- 104.- Eduardo Ruiz-Cuevas García: "Fases y etapas en el desarrollo de un nuevo producto. El Taller de Productos" 2006/2007
- 105.- Pablo Martín Sáenz de la Pascua: "Solvencia II y Modelos de Solvencia en Latinoamérica. Sistemas de Seguros de Chile, México y Perú" 2005/2006
- 106.- Carlos Sala Farré: "Distribución de seguros. Pasado, presente y tendencias de futuro" 2008/2009
- 107.- Ana Isabel Salguero Matarín: "Quién es quién en el mundo del Plan de Pensiones de Empleo en España" 2006/2007
- 108.- Jorge Sánchez García: "El Riesgo Operacional en los Procesos de Fusión y Adquisición de Entidades Aseguradoras" 2006/2007
- 109.- María Angels Serral Floreta: "El lucro cesante derivado de los daños personales en un accidente de circulación" 2010/2011
- 110.- David Serrano Solano: "Metodología para planificar acciones comerciales mediante el análisis de su impacto en los resultados de una compañía aseguradora de No Vida" 2003/2004

- 111.- Jaime Siberta Durán: "Calidad. Obtención de la Normativa ISO 9000 en un centro de Atención Telefónica" 2003/2004
- 112.- María Jesús Suárez González: "Los Poolings Multinacionales" 2005/2006
- 113.- Miguel Torres Juan: "Los siniestros IBNR y el Seguro de Responsabilidad Civil" 2004/2005
- 114.- Carlos Travé Babiano: "Provisiones Técnicas en Solvencia II. Valoración de las provisiones de siniestros" 2010/2011
- 115.- Rosa Viciano García: "Banca-Seguros. Evolución, regulación y nuevos retos" 2007/2008
- 116.- Ramón Vidal Escobosa: "El baremo de Daños Personales en el Seguro de Automóviles" 2009/2010
- 117.- Tomás Wong-Kit Ching: "Análisis del Reaseguro como mitigador del capital de riesgo" 2008/2009
- 118.- Yibo Xiong: "Estudio del mercado chino de Seguros: La actualidad y la tendencia" 2005/2006
- 119.- Beatriz Bernal Callizo: "Póliza de Servicios Asistenciales" 2003/2004
- 120.- Marta Bové Badell: "Estudio comparativo de evaluación del Riesgo de Incendio en la Industria Química" 2003/2004
- 121.- Ernest Castellón Teixidó: "La edificación. Fases del proceso, riesgos y seguros" 2004/2005
- 122.- Sandra Clusella Giménez: "Gestió d'Actius i Passius. Inmunització Financera" 2004/2005
- 123.- Miquel Crespí Argemí: "El Seguro de Todo Riesgo Construcción" 2005/2006
- 124.- Yolanda Dengra Martínez: "Modelos para la oferta de seguros de Hogar en una Caja de Ahorros" 2007/2008
- 125.- Marta Fernández Ayala: "El futuro del Seguro. Bancaseguros" 2003/2004
- 126.- Antonio Galí Isus: "Inclusión de las Energías Renovables en el sistema Eléctrico Español" 2009/2010
- 127.- Gloria Gorbea Bretones: "El control interno en una entidad aseguradora" 2006/2007
- 128.- Marta Jiménez Rubio: "El procedimiento de tramitación de siniestros de daños materiales de automóvil: análisis, ventajas y desventajas" 2008/2009
- 129.- Lorena Alejandra Libson: "Protección de las víctimas de los accidentes de circulación. Comparación entre el sistema español y el argentino" 2003/2004
- 130.- Mario Manzano Gómez: "La responsabilidad civil por productos defectuosos. Solución aseguradora" 2005/2006
- 131.- Àlvar Martín Botí: "El Ahorro Previsión en España y Europa. Retos y Oportunidades de Futuro" 2006/2007
- 132.- Sergio Martínez Olivé: "Construcción de un modelo de previsión de resultados en una Entidad Aseguradora de Seguros No Vida" 2003/2004
- 133.- Pilar Miracle Vázquez: "Alternativas de implementación de un Departamento de Gestión Global del Riesgo. Aplicado a empresas industriales de mediana dimensión" 2003/2004
- 134.- María José Morales Muñoz: "La Gestión de los Servicios de Asistencia en los Multirriesgo de Hogar" 2007/2008
- 135.- Juan Luis Moreno Pedroso: "El Seguro de Caución. Situación actual y perspectivas" 2003/2004
- 136.- Rosario Isabel Pastrana Gutiérrez: "Creació d'una empresa de serveis socials d'atenció a la dependència de les persones grans enfocada a productes d'assegurances" 2007/2008
- 137.- Joan Prat Rifà: "La Previsió Social Complementaria a l'Empresa" 2003/2004
- 138.- Alberto Sanz Moreno: "Beneficios del Seguro de Protección de Pagos" 2004/2005

- 139.- Judith Safont González: "Efectes de la contaminació i del estils de vida sobre les assegurances de salut i vida" 2009/2010
- 140.- Carles Soldevila Mejías: "Models de gestió en companyies d'assegurances. Outsourcing / Insourcing" 2005/2006
- 141.- Olga Torrente Pascual: "IFRS-19 Retribuciones post-empleo" 2003/2004
- 142.- Annabel Roig Navarro: "La importancia de las mutualidades de previsión social como complementarias al sistema publico" 2009/2010
- 143.- José Angel Ansón Tortosa: "Gerencia de Riesgos en la Empresa española" 2011/2012
- 144.- María Mercedes Bernués Burillo: "El permiso por puntos y su solución aseguradora" 2011/2012
- 145.- Sònia Beulas Boix: "Prevención del blanqueo de capitales en el seguro de vida" 2011/2012
- 146.- Ana Borràs Pons: "Teletrabajo y Recursos Humanos en el sector Asegurador" 2011/2012
- 147.- María Asunción Cabezas Bono: "La gestión del cliente en el sector de bancaseguros" 2011/2012
- 148.- María Carrasco Mora: "Matching Premium. New approach to calculate technical provisions Life insurance companies" 2011/2012
- 149.- Eduard Huguet Palouzie: "Las redes sociales en el Sector Asegurador. Plan social-media. El Community Manager" 2011/2012
- 150.- Laura Monedero Ramírez: "Tratamiento del Riesgo Operacional en los 3 pilares de Solvencia II" 2011/2012
- 151.- Salvador Obregón Gomá: "La Gestión de Intangibles en la Empresa de Seguros" 2011/2012
- 152.- Elisabet Ordóñez Somolinos: "El sistema de control Interno de la Información Financiera en las Entidades Cotizadas" 2011/2012
- 153.- Gemma Ortega Vidal: "La Mediación. Técnica de resolución de conflictos aplicada al Sector Asegurador" 2011/2012
- 154.- Miguel Ángel Pino García: "Seguro de Crédito: Implantación en una aseguradora multirramo" 2011/2012
- 155.- Genevieve Thibault: "The Costumer Experience as a Sorce of Competitive Advantage" 2011/2012
- 156.- Francesc Vidal Bueno: "La Mediación como método alternativo de gestión de conflictos y su aplicación en el ámbito asegurador" 2011/2012
- 157.- Mireia Arenas López: "El Fraude en los Seguros de Asistencia. Asistencia en Carretera, Viaje y Multirriesgo" 2012/2013
- 158.- Lluís Fernández Rabat: "El proyecto de contratos de Seguro-IFRS4. Expectativas y realidades" 2012/2013
- 159.- Josep Ferrer Arilla: "El seguro de decesos. Presente y tendencias de futuro" 2012/2013
- 160.- Alicia García Rodríguez: "El Cuadro de Mando Integral en el Ramo de Defensa Jurídica" 2012/2013
- 161.- David Jarque Solsona: "Nuevos sistemas de suscripción en el negocio de vida. Aplicación en el canal bancaseguros" 2012/2013
- 162.- Kamal Mustafá Gondolbeu: "Estrategias de Expansión en el Sector Asegurador. Matriz de Madurez del Mercado de Seguros Mundial" 2012/2013
- 163.- Jordi Núñez García: "Redes Periciales. Eficacia de la Red y Calidad en el Servicio" 2012/2013
- 164.- Paula Núñez García: "Benchmarking de Autoevaluación del Control en un Centro de Siniestros Diversos" 2012/2013

165.- Cristina Riera Asensio: "Agregadores. Nuevo modelo de negocio en el Sector Asegurador" 2012/2013

166.- Joan Carles Simón Robles: "Responsabilidad Social Empresarial. Propuesta para el canal de agentes y agencias de una compañía de seguros generalista" 2012/2013

167.- Marc Vilardebó Miró: "La política de inversión de las compañías aseguradoras ¿Influirá Solvencia II en la toma de decisiones?" 2012/2013

