


Memòria Anual 2011

ANDBANK /
Private Bankers

Índex Memòria 2011

- 
- 0.** Principals dades del Grup ANDBANK
 - 1.** Carta del President i del Conseller Delegat
 - 2.** Evolució econòmica i mercats financers 2011
 - 3.** Evolució prevista per a l'economia global i els mercats financers 2012
 - 4.** Informe d'Auditoria
 - 5.** Estats Financers Grup ANDBANK
 - 6.** Gestió del Risc
 - 7.** Indicadors Socials
 - 8.** Consell d'Administració i Organització
 - 9.** Localitzacions i Adreces

0. Grup ANDBANK

Principals dades del Grup ANDBANK

VOLUMS	2011	2010
Actiu Total	3.367.657	3.205.064
Inversions Creditícies Brutes	1.711.830	1.637.528
Recursos de Clients	9.159.913	7.694.488
Volum de Negoci	10.871.743	9.332.016
Recursos Propis	443.149	415.490

Dades en milers d'euros

RESULTATS	2011	2010
Resultats	54.246	40.778
Resultats abans impost indirecte	68.940	53.530
Marge Financer	51.005	45.104
Marge Bàsic	159.692	131.779
Marge Ordinari	170.535	141.684
Marge Explotació	70.051	58.460

Dades en milers d'euros

RÀTIOS	2011	2010
ROE	12,61%	10,60%
ROA	1,79%	1,35%
Eficiència	43,01%	42,27%
Solvència	22,56%	22,29%
Treballadors	530	462

RÀTING (FITC RATINGS)	2011	2010
Llarg Termini	A -	A -
Individual	B/C	B/C
Curt Termini	F2	F2

1. Carta del President

Manel Cerqueda i Donadeu. President del Consell d'Administració



Diferents crisis s'han anat entrelaçant des del 2007 fins avui, i han deixat palesos el canvi de cicle i els desequilibris en l'àmbit mundial. En aquests anys s'han succeït la crisi de les denominades *subprime*, la crisi de liquiditat del sistema financer, la crisi de solvència del sistema bancari internacional i, en l'últim any, la inesperada dificultat de creixement econòmic, en especial dels països desenvolupats. Aquest menor creixement dels països desenvolupats juntament amb un sector bancari malmès han desembocat en la crisi de deute sobirà, l'efecte més greu de la qual ha estat posar en dubte Europa i fer perillar la moneda única.

L'economia mundial va créixer un 3,8% a escala global, però com calia esperar, hi va haver importants divergències geogràfiques. Les economies desenvolupades van créixer una mitjana de l'1,6%, mentre que els països emergents i en vies de desenvolupament ho van fer al voltant del 6,2%. Dins la zona euro amb dificultats per créixer, però també amb grans diferències entre països: Alemanya va ser, una vegada més, el país que va impulsar el creixement econòmic amb un augment del PIB del 3%. Espanya va ser un dels països que va quedar a la cua del creixement econòmic amb un tímid increment del PIB del 0,7% i una molt preocupant taxa d'atur del 22,9%.

Les diferències en les taxes de creixement dels països membres i el dèficit generat pel baix creixement i pel cost del rescat del sector bancari van crear fortes amenaces de desaparició de la zona euro i, fins i tot, van obrir la porta a la possible sortida d'alguns països perifèrics de la moneda única. Aquesta situació ha causat pànic en els països afectats i una greu afectació en els principals actius financers. Grècia i Portugal han continuat essent el focus d'atenció d'analistes i inversors, que han castigat de manera molt dura els actius relacionats amb aquests dos emissors. L'ombra també ha afectat Espanya i Itàlia, que van veure com s'ampliava la seva prima de risc de manera significativa.

Un any advers també per als mercats financers, on gairebé la totalitat dels actius financers de risc van experimentar fortes davallades. Els índexs de renda variable de la major part del món van experimentar caigudes, en alguns casos, molt pronunciades. A Europa, l'Eurostoxx 600 va tancar molt per sota del seu homòleg americà en experimentar un descens del 17% anual. Pel que fa als índexs d'Amèrica Llatina, les caigudes també van ser pronunciades, amb una mitjana del 22%. Les matèries primeres, a excepció del petroli, també van patir un any d'importants ajustos, amb caigudes d'entre un 20 i un 30%. El mercat immobiliari va viure igualment caigudes importants en la majoria dels països desenvolupats. L'excepció a les caigudes, i com a conseqüència de la incertesa global, ha estat el deute sobirà percebut com de qualitat (Estats Units i Alemanya).

Els continuats problemes d'accés dels bancs a les línies tradicionals de finançament han limitat el crèdit a empreses i particulars, cosa que ha estat i serà un important fre per a la recuperació.

El 2011 va ser un any de canvis, complex i molt advers per al sector financer. Els resultats de la majoria dels principals bancs internacionals han vist fortes davallades en el seu benefici i molts d'altres àdhuc han vist com un any més es posaven en risc la seva solvència i viabilitat.

Malgrat aquesta conjuntura tan desfavorable, l'exercici ha estat molt positiu per a ANDBANK. Hem augmentat el benefici net un 33%, fins als 54,2 milions d'euros i els marges ordinari i d'exploració han crescut al voltant del 20%. En recursos gestionats de clients hem crescut un 19%. Pocs bancs poden presentar aquestes credencials en un any amb un entorn tan advers.

No tan sols hem assolit bons resultats en l'any, sinó que hem continuat avançant cap al nostre objectiu de mig termini: construir un banc global de referència en banca privada. L'èxit de l'entitat es deu a la forta aposta per atraure talent en un entorn meritocràtic, i també a un model de servei que intenta donar respostes personalitzades casi a l'instant amb confidencialitat absoluta i, en el qual l'objectiu prioritari del banc és preservar el patrimoni del client, donant-li el millor consell i el millor producte sigui nostre o de tercers.

El banc ha fet del talent el seu lema principal. Els accionistes apostem per atraure el millor talent, sigui on sigui. Per això hem impulsat el lema del banc "Only talent performs" (només el talent dóna resultats). Som coherents i aspirem al fet que els millors professionals se sentin atrets per la nostra proposta de valor. Creiem que només si continua sent així aconseguirem els nostres reptes.

L'arrel de la nostra filosofia de gestió és el profund enteniment de la responsabilitat que tenim a l'hora de gestionar els actius dels nostres clients. Especialment en moments com els actuals en què la volatilitat del mercat és elevada i amb tendència baixista. Això es tradueix en una cultura de risc prudent en la qual prevalen la preservació del patrimoni, una elevada sofisticació dels gestors que desenvolupen models quantitius que són capaços d'anticipar i de tallar riscos abans de produir-se les davallades i una arquitectura oberta per oferir el millor producte.

En un entorn mai vist com l'actual, el 2012 previsiblement tornarà a ser un any molt complicat, en què el creixement de totes les àrees, tan desenvolupades com emergents, patirà una forta davallada. I, possiblement, serà un any entre molts més que vindran mentre en les economies desenvolupades les famílies i empreses no redueixin l'endeutament i es posi fi a la crisi sobirana, especialment pel que fa a Europa. Aquest entorn és especialment dur per al negoci financer, amb importants caigudes de marge i una accentuada dificultat per captar riquesa en economies en contracció.

Malgrat això, creiem que aquests temps de dificultat ens donen una oportunitat de seguir atraient el millor talent i de continuar la nostra expansió internacional amb l'èxit que ho hem fet fins ara.

El projecte internacional ha estat un dels pilars del Pla Estratègic i estem satisfets perquè els objectius marcats s'estan assolint amb escreix. Estem creixent en doble dígit en totes les noves jurisdiccions. Amb una previsió de 5 anys, la nostra entitat aspira a doblar el volum de recursos gestionats per poder millorar encara més la nostra competitivitat.

ANDBANK és actualment un banc de banca privada amb presència en 12 països de 3 continents, amb 5 llicències bancàries. Som un banc amb una forta presència en banca privada a Europa i Amèrica Llatina. El 2011 hem entrat al mercat brasiler amb la compra del 51% de LLA Investimentos, hem obtingut els permisos per iniciar operacions a Espanya a través d'una sucursal de Luxemburg a Espanya i hem comprat un banc a Mònaco per complementar les jurisdiccions europees.

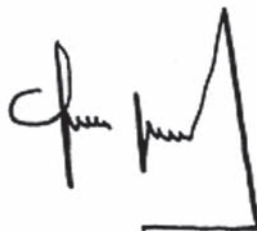
En els propers anys no aspirem a entrar en més països, sinó a créixer en les jurisdiccions on som presents. Estem en moltes jurisdiccions, especialment a Amèrica Llatina, amb un present i futur brillants, i volem aprofitar aquests anys de creixement econòmic en aquests països per convertir-nos en un banc privat de referència.

Any rere any ens anem imposant nous reptes. Estem orgullosos perquèenguany hem assolit les fites marcades l'any anterior. Guiats per aquest esperit de millora contínua i vocació internacional, al començament del 2012 Andbanc ha passat a anomenar-se ANDBANK, tot incorporant una nova identitat visual. En aquesta nova imatge es reflecteixen els mateixos valors que ens han acompanyat des de l'inici del banc el 1930: la independència, la professionalitat i la confidencialitat, i n'hem reforçat la vocació internacional juntament amb un ferm compromís amb el desenvolupament econòmic i social de les societats de què formem part.

L'estratègia i la gestió d'ANDBANK han rebut un any més el reconeixement de l'agència internacional Fitch Ratings que el 2011 en millorà la valoració. En aquest sentit, l'agència ha qualificat un ràting a llarg termini A-, a curt termini de F2 i un individual B/C i en va millorar la previsió/Outlook. Aquesta qualificació és un reflex d'una gestió dinàmica i una bona solvència i liquiditat, així com d'uns nivells satisfactoris de rendibilitat. El ràting a llarg termini A- posa de manifest una baixa probabilitat de risc de crèdit, així com una forta capacitat de retorn dels compromisos adquirits. La qualificació individual de B/C avalua positivament altres factors com la rendibilitat, la integritat del balanç, l'entorn operatiu, les perspectives de futur i la diversificació

Els accionistes estem fent una aposta a llarg termini pel banc. Sabem que els propers anys seran molt adversos, però creiem que són temps per invertir en el futur, ja que seran anys d'oportunitat per a aquells que com nosaltres creuen en el negoci de banca privada ben fet. No ens obsessionen els resultats a curt termini. Per això volem continuar invertint de manera decidida. Estem convençuts que tenim un model guanyador i els resultats seguiran venint, com ho han fet en els darrers anys.

Vull aprofitar aquestes línies per agrair la confiança que any rere any els nostres clients dipositen en nosaltres; sense la seva confiança la nostra entitat no tindria raó de ser. Aquest any, més que mai, voldria donar les gràcies a tots els nostres col·laboradors per la seva fidelitat i professionalitat en un període tan difícil i ple d'incerteses com l'actual. El seu compromís, la seva vàlua i la seva capacitat de treball ens permeten afrontar el futur amb determinació, confiança, il·lusió i optimisme.



Manel Cerqueda i Donadeu
President del Consell d'Administració

Carta del Conseller Delegat

Jordi Comas i Planas. Conseller Delegat



Tal i com comenta el nostre President en la seva carta, el 2011 ha estat un any molt desfavorable des del punt de vista econòmic i financer. Ha estat el quart any d'una crisi molt intensa, segurament només comparable a la del 29. Al final del 2010, molts experts vaticinaven que al 2011 l'economia es començaria a recuperar, encara que fos lentament, i que els mercats es normalitzarien. Al començament del 2012 hi ha un consens gairebé absolut que estem davant d'una crisi que serà molt llarga. És més, sembla que la crisi econòmica a Europa encara no ha tocat fons. La volatilitat i el nerviosisme dels mercats han tornat a nivells del 2008, possiblement el pitjor any de tots. Pocs analistes s'aventuren ja a parlar del nombre d'anys necessaris per sortir de la crisi econòmica. I els mercats financers, lluny d'estabilitzar-se, estan recollint la gran incertesa i pànic en alguns moments.

Aquesta crisi ha colpejat durament els bancs en les economies desenvolupades. Els balanços dels bancs en països que han patit una bombolla immobiliària, com Espanya o Irlanda, estan molt malmesos. Addicionalment, les inversions d'alguns bancs en actius tòxics els van posar en dificultats a l'inici de la crisi. Però en tots els casos, la conjuntura actual de baixos tipus d'interès i de clients conservadors que demanden inversions amb baix risc està penalitzant el compte de resultats dels bancs sans.

Específicament, els marges de bancs especialitzats en banca privada, com és el nostre cas, es veuen molt pressionats per la lògica menor voluntat d'assumir riscos dels clients, prudència que a més nosaltres venim encoratjant des del 2008, amb la voluntat de preservar el seu patrimoni en moments com els actuals, la nostra obsessió.

Davant d'aquest entorn tan desfavorable, el nostre Grup ha aconseguit tancar el 2011 amb un increment del resultat net del 33%, fins als 54,2 milions d'euros. Aquests bons resultats s'han assolit malgrat el fort desplegament internacional que han incrementat les despeses del Grup un 20% i una prudència en dotacions per preparar el banc per al futur, uns 19 milions d'euros.

S'ha realitzat una gestió molt rigorosa i estricta per arribar a aquests resultats. En aquest sentit, les despeses a la matriu s'han continuat reduint. La disminució de les despeses generals de la matriu ja suposa un 32% sobre els màxims del 2008. Aquest estalvi ha servit per finançar una part de l'expansió internacional, substituint despesa discrecional per productiva. La contractació de nous banquers privats de molt nivell en les noves àrees d'expansió ha aportat al Grup un creixement dels recursos gestionats del 8% durant el 2011. Aquest creixement és realment molt diferencial respecte de comparables en banca privada internacional. A aquesta xifra de recursos gestionats, cal afegir-hi les adquisicions al 2011 del banc a Mònaco, Monte dei Paschi di Siena i del 51% de LLA Investimentos, a Brasil (una de les majors gestores de patrimonis independents), que han aportat un 11% addicional de creixement de recursos gestionats al Grup. Aquesta millora dels recursos gestionats en un 19% ha aportat una part important de l'increment dels marges en termes absoluts. De cara al futur creiem que el creixement dels recursos gestionats ha de continuar sent un dels motors que ha de seguir contribuint d'una manera significativa a millorar el marge ordinari en termes absoluts. Per acabar, el Grup està comercialitzant alguns productes tant propis com de tercers que en ser innovadors i en estar pensats per a entorns com l'actual i en aportar valor afegit als clients (escenari volàtil lateral però amb tendència baixista), tenen un marge més gran que els productes més tradicionals.

Pel que fa al marge ordinari, a diferència de la majoria dels bancs privats, en què encara no han recuperat els nivells del 2007, el 2011 vam aconseguir un rècord històric, amb un creixement d'un 20% per sobre del 2010 i un 12% superior als

anterioris màxims del 2007. El marge d'exploració, tot i el notable increment de les despeses, també fou superior en un 20% al del 2010.

Les despeses del Grup van augmentar de manera significativa, ja que estratègicament vam considerar que era un moment òptim per invertir i reforçar les àrees geogràfiques prioritàries. A partir d'ara la nostra intenció és anar moderant el creixement de les despeses, ja que encara queda potencial per créixer en volums respecte de la inversió ja realitzada. Aquesta inversió ha permès que totes les jurisdiccions menys una, on portem més de dos anys presents, siguin ja rendibles.

La ràtio de solvència de core capital és del 22,56%, mantenint-se al mateix nivell que l'any anterior (22,29%). Poques entitats a escala mundial poden presumir de tenir una ràtio de solvència com la d'ANDBANK, i a més de ser exclusivament de core capital. ANDBANK no ha emès ni preferents ni deute subordinat. En termes de liquiditat ANDBANK té una liquiditat envejable, com es veu en una ràtio de liquiditat del 68%. La ràtio d'eficiència abans d'impostos el 2011 ha estat d'un 43%, tot i l'expansió. En els propers anys pensem encara millorar aquesta ràtio, a mesura que anem rendibilitzant més les fortes inversions realitzades en créixer. El rating d'ANDBANK de A-, atorgat per Fitch Ratings, corrobora una magnífica solvència, liquiditat i gestió.

El Grup ha crescut en *net new money* (efecte volum, sense tenir en compte l'efecte mercat) en totes i cada una de les 11 jurisdiccions on el banc era present el 2011 (amb posterioritat, a l'inici del 2012, s'ha començat l'activitat a Espanya). L'efecte mercat ha estat lleugerament negatiu, ja que totes les categories d'actius han patit fortes davallades. El compromís amb els nostres clients és el de preservar el seu patrimoni. En aquest sentit, el 79% dels clients, malgrat que el mercat ha caigut més d'un 20%, han assolit retorns positius o assumint fins a un 5% de pèrdua. Per assolir aquesta fita, els clients gestionats o assessorats s'han situat en actius de menor risc, s'ha ampliat la gamma tradicional en inversió d'actius a noves categories líquides però descorrelacionades i s'han desenvolupat models matemàtics per anticipar davallades en el preu dels actius i per tallar riscos fent servir tècniques de trading. Aquesta és i serà la nostra obsessió: protegir el patrimoni dels nostres clients en moments d'elevada incertesa, i fins i tot pànic, com els actuals. Els nostres clients han premiat la nostra gestió, tot augmentant els mandats de gestió discrecional en aproximadament un 70% durant el 2011.

De cara als propers 3-5 anys, esperem un entorn encara molt desfavorable, possiblement com el dels darrers anys. Les principals economies desenvolupades estan encara massa apalancades, i els principals bancs comercials dins aquestes economies amb problemes de liquiditat i/o solvència, cosa que impossibilita que flueixi el crèdit i faci enlairar el creixement econòmic. Addicionalment, les decisions polítiques a Europa per acabar amb la por de la solvència de les economies perifèriques estan mancades de convicció i contundència.

A ANDBANK creiem que tot i que l'entorn actual pressiona els nostres marges, constitueix una gran oportunitat per seguir creixent des de la prudència els recursos gestionats en taxes de dos dígitos. D'una banda, aquest és un magnífic moment per realitzar inversions ja que la inactivitat d'altres competidors internacionals fa que es puguin trobar oportunitats a preus raonables. De l'altra, i relacionat amb el punt anterior, tenint en compte que moltes entitats de referència estan digerint els efectes que ha tingut l'entorn actual sobre ells, o la necessitat de resultats a curt termini, tot plegat fa que la manca de direcció d'aquestes entitats acabi afectant als seus millors professionals, que els impulsen a buscar un

projecte ambiciós i de futur. ANDBANK, en aquests moments està sent capaç d'atreure el talent en banca privada en cada un dels mercats on és present. Creiem per tant que són uns magnífics moments per seguir creixent d'una manera sostinguda i anar millorant la rendibilitat de les diverses filials.


En termes d'expansió geogràfica, la prioritat pels propers anys és créixer on som presents, fora d'un o dos mercats més que s'estan considerant de manera preliminar. La nostra idea és anar atraient talent i realitzar compres selectives en aquests mercats. Hem privilegiat construir els equips de cada país més que no pas entrar en nous mercats per mitjà de compres.

Creiem que en totes i cadascuna de les jurisdiccions on som presents hem de continuar creixent sense excepció i millorant-ne la seva contribució al Grup. Malgrat això, confiem que països com Brasil i Mèxic, per la seva dimensió, pel seu estadi de desenvolupament econòmic i per la generació de nova riquesa, han de representar en pocs anys una part important dels recursos gestionats del Grup. Per a nosaltres ha estat un èxit l'entrada a Brasil, un mercat on hi ha comptades oportunitats de compra.

Per aconseguir créixer en el nostre negoci tradicional de banca privada, ANDBANK ha fet una aposta clara per captar el millor talent del sector, amb un únic objectiu: donar el millor servei de banca privada. El disseny de productes i l'adaptació en l'estil de gestió als requeriments d'un entorn canviant ens han permès donar resposta a les necessitats, cada cop més exigents, plantejades pels nostres clients.

Estem orgullosos dels excel·lents resultats aconseguits. En pocs anys hem consolidat un projecte amb un model de negoci guanyador, que ha donat bons resultats. Creiem que seguim tenint un repte important i complex. Però encara més important, tenim la convicció de que els darrers anys vam emprendre línies d'actuació que ens permetran competir amb èxit en aquest entorn, oferint un servei diferencial, generant rendibilitat per als nostres inversors i aprofundint en un entorn meritocràtic per als nostres col·laboradors. Aquest èxit no hauria estat possible sense l'alineament i la il·lusió de tots els treballadors de l'entitat.

Durant el 2012, volem continuar amb els valors que han guiat la nostra entitat des de fa més de vuitanta anys: el rigor, la prudència i l'ús de les millors pràctiques per donar el millor servei als clients que ens confien el seu patrimoni. Continuarem millorant amb entusiasme, agraint la confiança que el Consell d'Administració i tots els accionistes han dipositat en el nostre equip.



Jordi Comas i Planas
Conseller Delegat

2. Evolució econòmica i mercats financers 2011

Introducció

El ritme de creixement de l'economia mundial va experimentar una desacceleració en el segon semestre del 2011 i a l'últim va fixar el ritme, per al conjunt de l'any, en el 3,8% (segons estimacions de l'FMI). Com s'esperava, s'han posat de manifest importants divergències geogràfiques. Així, les economies avançades van créixer a un ritme de l'1,6% de mitjana, mentre que les nacions emergents i en desenvolupament ho van fer al 6,2%.

En el grup de països desenvolupats, les dues regions principals han crescut a un ritme similar. Els Estats Units van experimentar una expansió del PIB real de l'1,8%, mentre que el bloc de l'euro va avançar a un ritme més lent, de l'1,6%. Dins d'aquest bloc, la disparitat de l'activitat va ser notable, i va ser Alemanya (una vegada més) qui va encapçalar l'impuls amb una expansió del PIB del 3%. França va marcar el ritme a l'1,6%, mentre que Itàlia i Espanya, malgrat mantenir-se en territori positiu, van quedar endarrerides amb ritmes molt més moderats, del 0,4% i 0,7%, respectivament.

La desacceleració del creixement del PIB a l'OCDE es va deure, en part, a una sèrie de factors transitoris, com ara la paralització de les cadenes de producció mundial, provocats pels efectes devastadors del desastre natural al Japó. Aquesta situació va alimentar un fort sentiment negatiu i la convicció, en molts casos, que Occident s'encaminava de nou cap a una nova contracció econòmica. No obstant això, la desaparició gradual d'aquests factors transitoris va permetre que aquestes economies desenvolupades prenguessin un nou impuls cap al tercer trimestre, i van assolir ja taxes més acceptables (encara que modestes) del 0,6% intertrimestral.



Malgrat aquest repunt que es va deure en part a un efecte base, l'acceleració no va tenir continuïtat, ja que les necessitats de sanejar els balanços (dels sectors públic i privat) han suposat un autèntic límit al creixement. Les tensions en els mercats financers pel que fa al ritme lent i dubitatiu de reparació dels desequilibris han suposat un altre límit real perquè el ritme d'activitat recuperi nivells superiors en la part final de l'any.

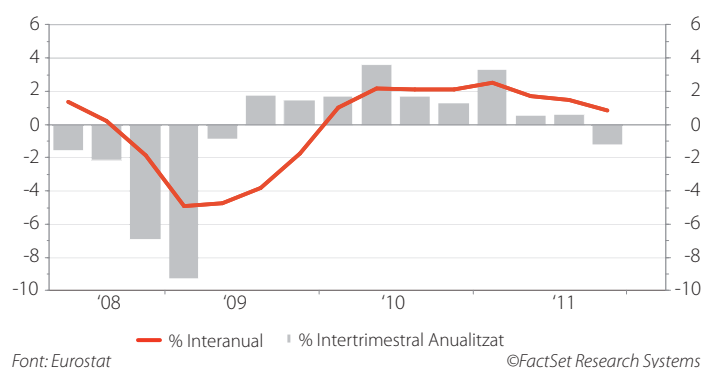
Pel que fa a les economies de mercats emergents, la disparitat en el creixement també ha estat una tònica dominant. La regió més dinàmica va tornar a ser Àsia, on els països en desenvolupament van créixer de mitjana amb unes taxes pròximes al 8%. La Xina va tornar a fixar el ritme per a tota la regió i va créixer a una taxa, més que notable, del 9,2%. L'Índia no va quedar gaire enrere i va experimentar un creixement del 7,4%. La resta de països pertanyents a l'ASEAN es va expandir al 4,8% de mitjana.

Continuant amb les economies emergents, els països d'Amèrica Llatina es van expandir a un raonable 4,6%. Mèxic va créixer un notable 4,1% impulsat per les dades decents provinents dels EUA en el quart trimestre i per la forta contribució del sector agropecuari en l'última part de l'any. El Brasil va marcar un ritme sorprenentment baix del 2,9% per al conjunt del 2011, amb un estancament clar en la segona meitat de l'any, que va portar els ritmes en el PIB del tercer i quart trimestre a una taxa zero.

Zona Euro

Els països del bloc de l'euro van iniciar l'any amb un esperançador ritme del PIB del 3,54% anualitzat en el primer trimestre, però en els períodes subsegüents van mostrar una moderació persistent i gradual fins a fixar el ritme del quart trimestre en zona de contracció del -1,27% anualitzat. Això significa que la zona euro s'ha expandit a un ritme pròxim a l'1,6% en el conjunt de l'any.

PIB - Zona Euro



Per segments d'activitat, el comerç exterior net és l'apartat que, cada trimestre, continua contribuint positivament al creixement de manera estable. La resta de segments de l'economia es mostren molt més volàtils, ja que passen d'una contribució positiva en un trimestre a contribuir negativament al PIB en el següent.

Encara que el PIB, a setembre, va créixer per novè mes consecutiu a la regió (en termes intertrimestrals), el nivell de producte continuava estant molt per sota dels nivells als quals es va arribar abans de la recessió.

En aquesta última part de l'any, la informació disponible sobre el consum privat assenyalava una persistent manca de dinamisme intern. El volum de vendes al detall va tornar a baixar al desembre, la qual cosa va provocar un descens net en el conjunt del quart trimestre. La millora en les matriculacions no va suposar un element suficient per compensar la caiguda de les vendes minoristes.

Pel que fa a la formació bruta de capital, la tendència durant els tres primers trimestres de l'any ha estat de contracció, tot i que a uns ritmes ja molt moderats del -0,10% intertrimestral (no anualitzat).

El mercat de treball en els països del bloc s'ha deteriorat, tant per la disminució de l'ocupació com per l'augment de les taxes d'atur. Pel que fa a la regió, el percentatge d'aturats ha augmentat durant el 2011 des del 10% del gener fins al 10,4% del desembre; però, com ja és sabut per tothom, la disparitat entre els estats membres és substancial. Espanya encapçala la llista amb un percentatge oficial d'aturats del 22,9%. La segueix Grècia amb una ràtio del 19,2%, Irlanda amb el 14,5% i Portugal amb una taxa del 13,6%. Molt per sota d'aquest grup de països, i amb taxes d'atur d'un sol dígit, hi ha França (9,9%), Itàlia (8,9%), Bèlgica (7,2%), Holanda (5,9%) i Alemanya (5,5%).

Des d'una perspectiva sectorial, les últimes xifres indiquen que l'ocupació en la indústria (sense incloure-hi la construcció) i els serveis es va mantenir estabilitzada, mentre que la construcció va continuar contraient-se de manera acusada.

Des de la perspectiva de l'evolució monetària i financera, el creixement dels diners en l'economia (mesurat per l'M3) va tornar a experimentar una desaceleració en el ritme durant els quatre últims mesos de l'any, i va passar d'un ritme positiu del 2,5% interanual al setembre a un 1,5% al desembre. Lluny queda el ritme del 12,5% vist el 2007 o la velocitat mitjana de deu anys abans de la crisi (6%).

El resultat d'aquesta moderació en la massa monetària va estar determinat, en gran mesura, per la contracció de les cessions temporals (*repos*), cosa que, al seu torn, va originar un descens de les operacions de préstec interbancari.

Per components, totes les partides de l'agregat monetari ampli van registrar quantioses sortides mensuals en l'última part de l'any. Com en mesos anteriors, aquesta disminució va ser especialment acusada en el cas dels dipòsits OIF (amb "altres intermediaris financers"); potser el reflex de les retirades de dipòsits que els bancs nord-americans tenien en entitats europees. Però també va ser pronunciada en el cas de les lllars, amb retirades, sobretot, de dipòsits a la vista, especialment en els països més afectats per la crisi del deute sobirà.

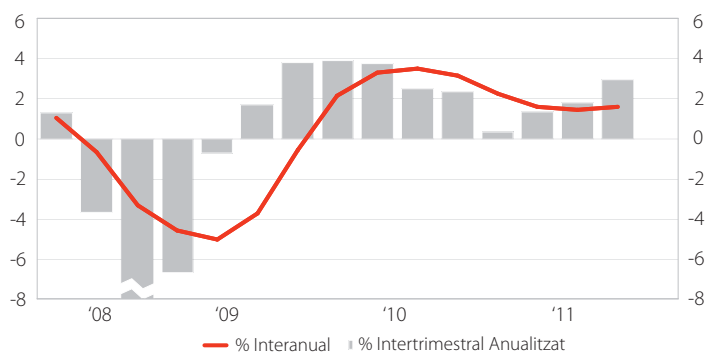
Pel que fa a l'evolució dels préstecs concedits per les institucions financeres al sector privat, vam tornar a observar una nova disminució del ritme en l'última part de l'any. Els préstecs van acabar l'any amb un ritme de creixement molt mediocre de l'1,2%, en comparació amb l'1,9% del novembre, després d'haver rondat el 3% entre el gener i l'octubre. Aquest descens en l'expansió del crèdit es va registrar en tots els sectors (famílies i empreses), però particularment en el cas de les societats no financeres (serveis i indústria). Aquesta evolució ha estat alimentada, en gran mesura, per la contribució negativa d'alguns països, especialment d'aquells amb uns sistemes bancaris que es trobaven sota pressió.

Els actius mantinguts pels bancs de la zona euro (la mida de balanç) s'han anat reduint de manera molt moderada en els últims mesos de l'any, a la qual cosa hi ha contribuït la moderació en el ritme de concessió de préstecs. No obstant això, el mes de desembre hem observat una reversió de la tendència, ja que els actius mantinguts en el balanç han experimentat un augment que va quedar patent amb les significatives adquisicions de valors emesos per les administracions públiques. És molt probable que aquesta nova tendència en el volum d'actius mantinguts en el balanç sigui conseqüència de la liquiditat injectada en les operacions de finançament de llarg termini des del BCE (LTRO a 3 anys).

Estats Units

Als Estats Units el creixement va ser lent en el primer semestre, però va agafar impuls en l'última part de l'any fins a arribar a un ritme anual del 2,8% (en estimacions preliminars per al quart trimestre del 2011). Així doncs, un any de menys a més per al PIB en aquest país.

PIB - EUA



Font: US. Bureau of Economic Analysis

©FactSet Research Systems

En general, si s'observen tots els components i agregats de la demanda total es pot concloure que l'expansió que es va veure durant la segona meitat de l'any es va basar en l'augment de la despesa (privada), d'acord amb els repunts en les vendes de béns de consum durador i inversió empresarial. Pel costat negatiu, s'ha mantingut l'atonía en inversió residencial.

Pel que fa a l'evolució dels preus, la inflació interanual (mesurada a partir de les dades trimestrals) va dibuixar un camí ascendent durant els tres primers trimestres (passant d'un ritme del 2,1% el març al 3,8% el setembre) i es va tornar a relaxar en l'última part de l'any, en què va fixar un ritme del 3,3% interanual el desembre.

La persistència en la tendència a l'alça de preus en la primera part de l'any va ser el reflex fidel de les tensions en els preus de les matèries primeres, fruit de factors com la Primavera Àrab. La relaxació d'alguns d'aquests factors va donar lloc a una moderació posterior en el preu de moltes matèries primeres, entre d'altres, el cru, els minerals i el gra, que al seu torn va permetre aquesta relaxació en les taxes d'inflació en el quart trimestre. L'evolució recent de la inflació subjacent també reflecteix, en part, certa estabilització en el cost dels lloguers, d'acord amb la situació, encara precària, del mercat de l'habitatge.

El 2 de novembre, el Comitè d'Operacions de Mercat Obert de la Reserva Federal va afirmar que, encara que el creixement ha guanyat tracció en l'última part de l'any, les seves previsions indiquen que el ritme d'activitat continuarà sent moderat en els pròxims trimestres. En aquest context, va decidir mantenir a la franja del 0% al 0,25% l'objectiu fixat per als tipus d'interès dels fons federals. Encara més important va ser la decisió de comunicar que la situació econòmica justifica que aquest tipus es mantingui en nivells excepcionalment baixos com a mínim fins a mitjan 2013. Per la banda del balanç de la FED, el Comitè va anunciar que mantindrà el seu programa per ampliar la mitjana de venciment de les seves tinençes de valors, així com la política de reinvertir els pagaments del principal del seu deute i la resta de valors (amb garantia hipotecària d'organismes públics) en nou deute del Tresor de llarg venciment.

Japó

Moviment d'anada i tornada en el ritme d'activitat al Japó aquest 2011. Després d'un primer i segon trimestre de forta contracció econòmica a ritmes del -1,8% i -0,4%, respectivament (taxa intertrimestral sense anualitzar), el país va aconseguir situar el PIB en expansió en el tercer trimestre a un ritme de l'1,7%. El repunt de l'activitat econòmica en aquest període va ser generalitzat i es va veure afavorit per una recuperació de la demanda interna, però també per un fort repunt de la demanda exterior neta en un context de reposició de les existències a l'exterior. No obstant això, com s'esperava, gran part d'aquesta recuperació es va deure al pur efecte base (activitat pendent de realitzar que es va veure afectada per la paràlisi després del tsunami del març), cosa que es va posar de manifest amb una nova caiguda del PIB del quart trimestre a un ritme del -0,6% respecte al trimestre anterior. Addicionalment a la desaparició de l'efecte base positiu, el PIB també es va veure afectat pel debilitament de la demanda mundial i l'apreciació del ien japonès. Les exportacions reals de béns a l'octubre van registrar una contracció per primera vegada des del terratrèmol. Es pot dir que, en termes generals, el ritme d'activitat en l'última part de l'any ha resultat decebedor. Sobretot, perquè s'esperava que la demanda relacionada amb la construcció i l'aplicació dels pressupostos suplementaris donessin suport de manera més vigorosa al creixement del PIB.

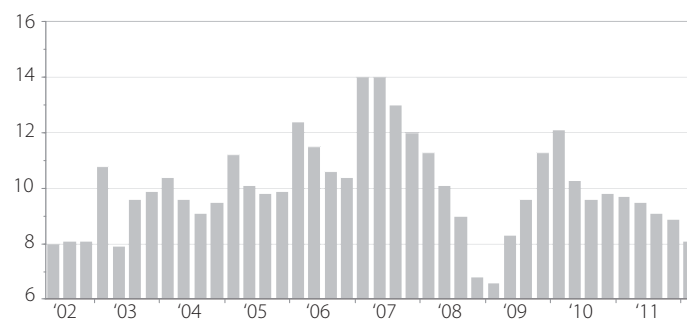
Pel que fa a l'evolució dels preus, s'han mantingut en territori negatiu durant bona part de l'any. Les taxes interanuals publicades cada mes han oscil·lat al voltant del -0,5% des del gener fins al juny. Tan sols en els mesos de juliol a setembre han deixat de contraure's i han tornat al terreny de la deflació en tots els mesos del quart trimestre. Prenent la mitjana interanual dels 12 últims mesos, els preus s'han contret el 2011 a un ritme del -0,30%.

Economies emergents d'Àsia

Al contrari del que pugui semblar, els països d'aquesta regió han mostrat una important manca de sincronització, encara que en el seu conjunt aquests països es van expandir de mitjana a un ritme del 8%.

Les economies del Pacífic, representades per la Xina i Corea del Sud, han mostrat un patró similar de gradual desacceleració en el ritme trimestral del PIB. A la Xina, malgrat aquesta gradual moderació, hem vist mostres de resistència a l'empitjorament de les perspectives mundials al llarg del 2011. Els ritmes interanuals mostrats en cada trimestre (des del primer fins al quart) han estat del 9,7%, 9,5%, 9,1% i 8,9%. Com es pot observar en aquesta sèrie, la reducció en el ritme ha estat una constant i s'ha de destacar que el creixement vist en l'últim trimestre és el més baix des del setembre del 2009, data en què el país va experimentar una fortíssima reducció de l'activitat fruit de la greu crisi de liquiditat viscuda després de l'episodi de Lehman. Si aïllem aquest efecte del 2008, sorprèn observar que el ritme actual d'expansió a la Xina (8,9% interanual) és també el més baix des del 2003.

PIB - Xina



† PIB real, total, canvi interanual, % República Popular de la Xina
Font: National Bureau of Statistics - China ©FactSet Research Systems

S'ha de destacar l'entorn de màxima dificultat en què s'ha mogut aquesta economia tan exposada a l'exterior. La inestabilitat internacional ha provocat un descens en el ritme de les exportacions del gegant asiàtic, de manera que van començar el primer trimestre amb un ritme d'expansió del 17% i van acabar l'any amb un ritme sensiblement per sota del 13,3%. Hem tingut un ritme constant de creixement en la inversió (+24% interanual) i en el consum privat (+18% interanual) que ha compensat aquest efecte.

L'altra gran protagonista de la zona, Corea del Sud, ha experimentat també una reducció gradual en el seu ritme d'expansió; va començar el primer trimestre amb un creixement en PIB del 4,2% i va acabar el quart trimestre amb un ritme del 3,4%.

Les economies del sud-est no van mostrar tanta similitud en els seus patrons de creixement. Tailàndia i Malàisia van començar amb ritmes acceptables en el primer trimestre (+3,2% i 5,2% interanual, respectivament) i van experimentar una forta moderació en el segon trimestre. Van agafar embranzida en el tercer trimestre (3,7% i 5,8%, respectivament) i una vegada més van tornar a perdre-la en el quart trimestre; en destaca Tailàndia, que va experimentar un enfonsament dels ritmes d'activitat del -9% interanual a conseqüència de les fortíssimes inundacions registrades al país, que van paraitzar l'economia. Vietnam i Indonèsia van registrar un comportament més estable, amb dinàmiques ascendentis durant tot l'any, i van acabar-lo amb ritmes d'expansió del 5,9% en el cas de Vietnam i del 6,5% en el d'Indonèsia. Finalment, les Filipines va aconseguir revertir la tendència de desacceleració de la primera meitat de l'any, tornar a accelerar el ritme en l'últim trimestre i acabar amb un creixement interanual del 3,7%.

Pel que fa a l'evolució dels preus, 2011 ha resultat un any molt complicat per a aquests països, que han vist repuntar amb força els preus del cistell de mercat. Si el 2010 els nivells d'inflació dels països emergents d'Àsia van arribar a un nivell del 4,5% de mitjana, el 2011 aquests preus s'han accelerat fins a ritmes superiors al 6% de mitjana, i en la majoria dels

casos, sensiblement per sobre dels objectius fixats per les autoritats.

Per països, destaca el preocupant descontrol de preus a Vietnam, amb una inflació superior al 20%, o l'Índia, amb augments superiors al 10%. La resta d'economies es mouen entre el 3% de Taiwan i el 4,5% de la Xina.

S'ha de destacar, però, la persistent lluita d'aquests països per aconseguir el control de la inflació. Totes aquestes nacions, sense excepció, han implementat agressives polítiques de control monetari i de tipus, en molts casos encara presents. El resultat és fàcil d'observar ja que, malgrat que el nivell de la mitjana d'inflació el 2011 és elevat per a la regió, veiem com els ritmes de preus marcats al quart trimestre són, en tots els casos, més baixos que el màxim observat durant l'exercici, mostra inequívoca que les polítiques han donat els seus fruits en el control dels preus de la regió.

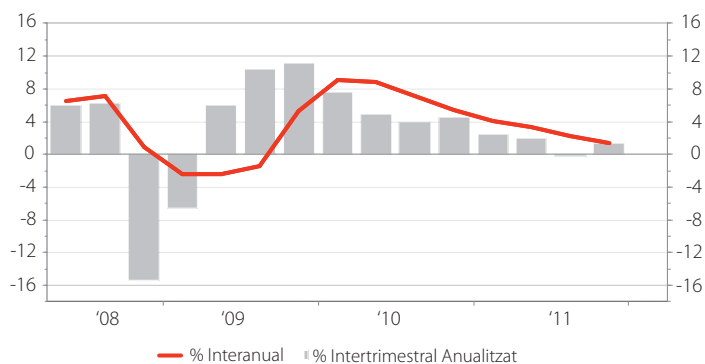
En l'àmbit de les finances públiques, aquests països mantenen dèficits pressupostaris, si bé a uns nivells molt inferiors als d'Occident. Els desajustos fiscals més notables a la regió corresponen a Malàisia i Taiwan (al voltant del 5% del PIB), mentre que la resta continua entre el 3,8% de les Filipines i el 0,30% d'Indonèsia. La Xina se situa en el 2%.

Amèrica Llatina

El 2011 el creixement de la zona es va moderar fins al 4,6% des del 6,1% observat el 2010. La moderació del creixement ha estat una constant al llarg de l'any en gairebé tots aquests països i ha tingut el seu origen, principalment, en un empitjorament de les condicions a escala mundial i en els efectes retardats de l'aplicació de polítiques internes més restrictives.

Començant pel Brasil, el ritme d'expansió ha seguit invariablement el camí de la desacceleració. Aquesta economia va començar l'any amb un esperançador ritme anual pròxim al 4%, però en el trimestre subsegüent ja va donar mostres d'esgotament, i es va moderar a un mediocre 2,8% (anualitzat). La sorpresa majúscula va arribar el tercer trimestre, quan vam assistir a un estancament absolut de l'activitat, amb un PIB del 0%. En aquell moment van sorgir dubtes sobre la temporalitat d'aquesta situació. Una part important dels analistes assenyalaven un efecte transitori derivat del deteriorament de les condicions internacionals. Avui tenim indicis clars que en el quart trimestre aquesta economia ha continuat estancada. El deteriorament en el país ha estat generalitzat en els indicadors de producció (no de consum, que manté un ritme acceptable), cosa que representa una nova manifestació del seu particular model de creixement de dues velocitats.

PIB - Brasil



Font: IBGE

©FactSet Research Systems

Argentina ha seguit una mena de patró similar, tot i que les dades oficials encara mostren xifres inflades. No obstant això, i prenent com a punt de partida aquestes dades oficials, Argentina va iniciar l'any amb un ritme d'expansió anualitzat del 13,4%. Encara que en el segon trimestre el ritme va baixar sensiblement, es va mantenir en un acceptable 10% anualitzat. La sorpresa, aquí també, va arribar el tercer trimestre, amb una forta moderació del ritme fins al 4,5% anualitzat (sempre xifres oficials). La gran incògnita es manté per al quart trimestre. Si prenem dades d'importacions i indicadors d'alta freqüència, aquests assenyalen una altra forta desacceleració en el ritme de creixement, proper, aquesta vegada, al 3%.

La 1a gran palanca per al PIB està sent una política fiscal súper laxa. Malgrat que el creixement del PIB permet molta despesa pública, la participació de l'Estat està ja a nivells alarmants (superiors al 50% si tenim en compte totes les administracions públiques). La incapacitat de continuar amb la política de despesa i la deterioració en el preu de les matèries primeres han portat el model argentí a trobar els seus propis límits, com es posa de manifest amb la perillósíssima fugida de capitals que està sofrint el país, i que s'ha intensificat en els últims mesos. A 30 de juny, havien sortit capitals per valor de 9.800 milions de dòlars (segons Bloomberg), molt per sobre del ritme observat el 2010 (11.400 milions de dòlars en tot l'any). Les estimacions es fixen ara en el fet que les sortides de capitals el 2011 podrien aconseguir els 20.000 milions de dòlars (5% del PIB). Una mostra que això estaria passant realment, seria el fort repunt en els tipus de dipòsits entre 7-35 dies de bancs privats. Dubtem que aquest sigui un augment ben intencionat per contenir el repunt en massa monetària. Al contrari, sospitem que es degui a un intent desesperat de la banca per contenir la fugida de capitals. Una altra mostra la tindriem en les fortes vendes de divisa estrangera que el Banc Central estaria fent per comprar divisa local (i així compensar la seva venda per part dels propis argentins).

Davant aquesta dinàmica, el Govern no ha tingut altre remei que aplicar mesures dràstiques. Per exemple, un decret llei que obliga a repatriar "tots" els ingressos per exportacions re-

lacionades amb les activitats següents: cru, gas, petroquímica, or i coure. Fins ara, les companyies mineres podien cobrar i mantenir a l'estranger els seus ingressos per vendes, mentre que a les companyies energètiques (oil & gas) tan sols se'ls requeria que mantinguessin al territori nacional el 30% de les seves vendes. Control en l'adquisició d'US\$ per part d'empreses, o adquisicions d'immobles a l'estranger. Per a particulars, totes les adquisicions d'US\$ requeriran autorització de les autoritats.

Mèxic, en canvi, ha mostrat unes dinàmiques molt més estables que la resta. Va iniciar l'any a un ritme anual del 4,4% i també va experimentar una desacceleració en el segon trimestre, en què va fixar el ritme més baix d'expansió de l'any (3,2%). L'economia va aconseguir recuperar l'impuls el tercer trimestre (4,5% de ritme anual) i va acabar l'any amb un acceptable 3,7%. Les dinàmiques de la segona meitat de l'any en aquest país han rebut el suport significatiu del sòlid creixement que es va donar en el sector primari després de la debilitat mostrada en el primer semestre.

Les pressions inflacionistes a la regió s'han manifestat amb virulència al llarg de l'any i, segons sembla, persisteixen en la majoria d'aquests països en l'últim trimestre del 2011.

Argentina continua encapçalant la llista de països amb més risc de descontrol en els preus. Malgrat que les xifres oficials mostren una inflació anual pròxima al 10% (ja per si mateixa elevada), hi ha indicis que podria ser sensiblement més alta. Prenent els índexs de preus provincials, es podria arribar a la conclusió que els preus reals s'expandeixen a un ritme superior al reflectit per les dades oficials.

Al Brasil, les autoritats tampoc no han estat capaces de moderar el ritme d'inflació i situar-lo dins del rang objectiu fixat (al voltant del 4%). Els preus han mostrat un camí ascendent al llarg de l'any i s'han mogut a ritmes compresos entre el 6,1% anual del primer trimestre, amb un màxim del 7,1% en el tercer trimestre, i han acabat a la part alta del rang amb una inflació del 7% en l'últim trimestre.

A Mèxic, els preus també han registrat una via de direcció única al llarg de l'any, que es podria resumir en una clara acceleració dels preus. Del ritme inicial del 4,5% fixat en el primer trimestre de l'any, hem passat a un ritme d'expansió del 7% en l'últim trimestre.

Comportament dels mercats financers el 2011

Tipus d'interès i mercat de bons de govern

Les dues principals regions del món presenten, encara que per raons ben diferents, una irregularitat important en el mercat de tipus d'interès. En el mercat en dòlars, el diferencial entre el tipus *swap* a 10 anys i el tipus del bo de govern del mateix venciment ha anat augmentant cap a nivells de normalitat (històrics) de manera gradual al llarg de l'exercici. Malgrat això, cal destacar que s'ha mantingut en nivells anormalment baixos durant tot l'any. Que el diferencial del *swap* estigui tan baix amb relació als tipus del govern assenyala una "assimilació" del risc financer al risc país. És a dir, a la percepció que els bancs són l'Estat.

En canvi, en el mercat en euros, el diferencial entre els tipus *swap* i governs a 10 anys s'ha mantingut anormalment alt. Aquesta anomalia assenyala una elevada percepció de risc en la banca. Aquesta percepció és certament perjudicial per al bon funcionament dels mercats financers i ha estat, en gran mesura, la causa principal que aquests mercats s'hagin mantingut dislocats durant bona part de l'any. Aquest diferencial elevat implica, *de facto*, una restricció d'accés al mercat de finançament majorista per a la banca, cosa que, al seu torn, suposa una limitació per a la mateixa activitat creditícia i, en definitiva, un fre per al creixement.

Amb relació al mercat d'obligacions governamentals en euros (adoptant com a referència els bons del Govern alemany), l'estructura de tipus d'interès (d'ara endavant, la corba) ha experimentat una relaxació en el pendent entre els trams de 2 i 10 anys. Aquest diferencial de tipus entre els venciments esmentats se situava al començament de l'any al voltant

dels 220 punts bàsics (pb). El desembre aquest pendent es va veure reduït fins als 163 punts bàsics.

Aquest moviment d'aplanament en la corba ha estat alimentat, principalment, per una més gran reducció relativa en les taxes dels venciments més llargs. El bo a 10 anys ha reduït la seva rendibilitat des del 3% del gener fins al 2% al final del 2011. Per la seva banda, els bons de venciments curts ja havien experimentat aquest moviment el 2010, de manera que el marge de caiguda de la rendibilitat va ser molt més baix el 2011. La rendibilitat va passar del 0,80% al 0,44%.

Respecte al mercat d'obligacions del Govern als EUA, el moviment en el pendent de la corba (diferència entre les taxes del bo a 2 anys i el bo a 10 anys) ha estat també de direcció clara cap a l'aplanament, encara que de manera molt més acusada. Al començament de l'any, el pendent de la corba (diferencial) era proper als 275 pb i ha acabat l'any en els 167 pb. De la mateixa manera que en el mercat europeu, aquest moviment d'aplanament ha estat alimentat per una reducció més gran en les rendibilitats del tram a 10 anys de la corba de tipus. El bo del tresor amb aquest venciment (10 anys) ha vist reduïdes les seves taxes des del 3,5% fins a l'1,93% al final del desembre.

Sens dubte, el comportament en els principals mercats d'obligacions dels països desenvolupats ha estat determinat per les polítiques no convencionals implementades tant des de la Fed com des del BCE. L'operació Twist anunciada per la Reserva Federal ha determinat l'evolució dels bons en aquest mercat. Al cap i a la fi, el que va anunciar la Fed és la reinversió de tots els venciments i cupons dels actius mantinguts en balanç i la seva orientació cap a compres d'obligacions amb venciments llargs, cosa que va provocar una pressió a la baixa en les rendibilitats d'aquests actius. El resultat ha estat un aplanament substancial del pendent de la corba. Aquest moviment s'ha estès a la resta de mercats.

Risc sobirà

Any d'ampliacions en les primes de risc dels principals països afectats per la crisi del deute. El país que va mostrar el pitjor comportament (mesurat per la variació de la prima a pagar per protecció en un horitzó de cinc anys i sense tenir en compte Grècia) va ser Portugal, amb una ampliació en el cost de protecció superior als 600 pb l'any i va tancar-lo en els 1.100 pb sobre l'euríbor. El segon pitjor comportament el va registrar Itàlia, amb una ampliació de 260 pb i va acabar amb un *spread* de 503 pb el desembre. El tercer emissor en evolució negativa va ser França, que va veure ampliar la prima de risc en 120 pb fins als 222 pb el desembre. I, finalment, Espanya, que ha mostrat una certa estabilització, va ampliar en prima de risc només 50 pb fins als 393 pb de desembre (quart emissor a la llista de costos de protecció, per darrere de Grècia, Portugal i Irlanda).

Durant tot el 2011, el mercat primari per a aquests emissors ha continuat tancat; un reflex d'això han estat els elevats interessos a pagar en les subhastes que, de manera gradual, han anat augmentant al llarg de l'exercici.

No obstant això, aquest final d'any ens ha obsequiat amb nous instruments de finançament per a la banca (des del BCE), que bé podrien suposar un suport directe a aquests emissors governamentals.

Crèdit

Se suposa que la resposta (més o menys coordinada) de les autoritats monetàries permet "mantenir" controlats els problemes de liquiditat d'alguns bancs europeus, cosa que suggereix que les autoritats estan més ben preparades en aquests moments que en la crisi de liquiditat després de la fallida de Lehman. El crèdit corporatiu va mostrar una evolució dispar al llarg de l'any, amb un comportament gairebé "pla" en termes d'evolució d'*spread* en el període del gener a l'abril (amb una prima estable al voltant dels 100 pb), i va iniciar una tendència clara d'ampliació en els *spreads* des

d'aquell moment, que va durar fins al setembre i va arribar als 210 pb. Les dures condicions en el front macroeconòmic durant els mesos centrals de l'any, en què es va tornar a parlar obertament d'una tornada a la contracció econòmica, van afavorir el fort repunt dels diferencials del crèdit i es va traduir en un gran nerviosisme generalitzat que va acabar afectant tots els actius considerats de risc.

L'estabilització en l'àmbit de les dades econòmiques, observada en la part final de l'any, ha contribuït a allunyar la percepció d'aquesta possible tornada a la recessió. Tots aquests aspectes han anat calant en la confiança dels participants del mercat, molt condicionats per la por durant els mesos centrals de l'any. En aquest entorn, el crèdit va aconseguir relaxar els nivells d'estrès i va provocar un important *rally* en aquest actiu que es va traduir en una reducció de les primes des dels 210 pb del setembre fins als 150 pb de l'octubre.

Aquesta recuperació observada a l'octubre es va veure truncada a partir de les amenaces del ja "extingit" Papandreu de sotmetre els ajustos requerits a referèndum. Això va desencadenar tots els esdeveniments que hem anat presenciant a Europa, incloent-hi la caiguda del Govern d'Itàlia. Els bons corporatius no es van escapar de la tensió política del moment ni de la incertesa generalitzada i van tornar a experimentar un deteriorament en les primes de risc fins a nivells de 210 pb al final del desembre.

Renda variable

El 2011 els índexs de renda variable de la major part del món van experimentar caigudes que, en alguns casos, van ser força pronunciades.

Als Estats Units, l'índex S&P va aconseguir remuntar el vol en els dos últims mesos de l'any, amb un comportament del +14% en el període d'octubre a desembre, i a l'últim va fixar un resultat pla del 0,003% en el conjunt del 2011. Per la seva banda, l'índex industrial Dow Jones es va mostrar lleugerament més dinàmic i va acabar l'any amb una revaloració positiva del 5,4%.

Aquest mercat va mostrar un comportament altament erràtic al llarg de l'any, amb una primera part, que va de gener a mitjan febrer, amb una clara tendència positiva i molt vertical, que va fer que S&P acumulés un 7% de revaloració, sempre en vista de dades decents en el vessant econòmic. A mesura que ens en anàvem acostant al període estival, les dades es van tornar més ambigües i confuses, la qual cosa va quedar reflectida en un comportament molt més volàtil dels valors en aquests mercats. Es va produir un anar i venir en les cotitzacions, que va durar fins al juliol, moment a partir del qual es va desencadenar una onada de vendes que va dominar les pantalles fins al mes d'octubre i que va afavorir caigudes del 18% en aquest període. Els temors d'una nova entrada en contracció eren darrere la força venedora del mercat. A partir de llavors, els índexs de renda variable en aquest país van agafar embranzida, van aconseguir recuperar tot el que havien perdut en el tercer trimestre i van acabar amb un comportament pla durant l'any.

Per sectors, s'ha de destacar la gran disparitat en el comportament dels títols en les diferents indústries. Entre els millors hi ha els valors del sector de l'energia, el gas i les elèctriques, que experimenten una mitjana de revalorització durant l'any superior al 40%. Altres sectors afavorits van ser les tabaqueres, la salut i l'entreteniment, amb avenços del 30% de mitjana. Pel costat negatiu, els pitjors van ser *investment banking*, mines de carbó, fabricants d'alumini, metalls, línies aèries i fabricants de vehicles, tots amb caigudes superiors al 30% durant l'any.

A Europa, l'índex ampli Eurostoxx 600 va acabar molt per sota del seu homòleg als EUA (S&P), en experimentar un descens notable del 17% durant l'any. El patró temporal de comportament, com s'esperava, guarda certa similitud amb els índexs americans, i la diferència s'ha manifestat en l'última part de l'any, en què els valors europeus, en el seu conjunt, van aconseguir repuntar només un 5% (molt per sota del 14% de les alces observades en l'S&P). D'aquesta manera, l'índex ampli europeu va tancar l'any amb una decebedora pèrdua del -17%.

Per sectors, només un va aconseguir acabar l'any en territori positiu, que va ser el de la salut, amb un avenç del 18%. L'alimentació va acabar plana i la resta van acumular pèrdues importants, dels quals els pitjors van ser bancs, elèctriques, fabricants d'automòbils i transport, tots amb retrocessos acumulats entre el 25% i el 40%.

Un comportament similar va experimentar l'índex japonès, amb un retrocés durant l'any del 17%. Mentrestant, la resta de borses asiàtiques també van patir retrocessos significatius de l'ordre del 19%, mesurat per l'índex asiàtic de Morgan Stanley (MXMS). Hong Kong va caure durant l'any un 20% i els índexs xinesos, mercat A i B, un 21% i un 29%, respectivament. Per la seva banda, l'altre gran mercat, Corea del Sud, va perdre un 11% durant l'any.

Pel que fa als índexs d'Amèrica Llatina, les caigudes també van ser pronunciades i van oscil·lar al voltant del 22% de mitjana. El pitjor mercat va ser l'argentí, amb el Merval que va retrocedir un 30%, seguit pel brasiler Bovespa (-18%), Perú (-16,6%), Colòmbia (-14%) i Mèxic (-3,8%).

Matèries primeres

En termes generals, es pot dir que el 2011 va ser un any d'ajust important en el preu de les matèries primeres. Llevat d'alguna excepció, totes van experimentar retrocessos en les cotitzacions dins dels mercats financers.

Començant pels productes agrícoles, van caure de mitjana un 14% durant l'any. El cotó encapçala les caigudes amb una pèrdua registrada del 36,5%. El segueixen el sucre (-28,1%), el blat (-17,7%) i la soja (-14%).

Els minerals també van patir una caiguda considerable durant l'any, amb una mitjana de retrocés del 22,4%. Els pitjors van ser el zinc (-24,6%) i el níquel (-24,2%). Els segueixen el coure (-21,1%) i l'alumini (-19,6%).

Els metalls preciosos també van experimentar caigudes pro-

peres al -9% de mitjana. Amb l'excepció de l'or (el preu del qual va pujar un 10,2% al llarg de l'any fins als 1.566 USD/unça el desembre), la resta van caure considerablement. El platí va caure al voltant d'un 20%; el pal·ladi, per la seva banda, un -16,5%, i la plata, prop del -10%.

Pel que fa a l'energia, cal destacar que hi va haver una divergència important entre el preu del cru i el del gas. Mentre que el primer va augmentar el preu un 8,15% (fins als 98,8 \$ en el cas del WTI), el preu del gas natural va patir un important retrocés del 30,6%.

Divises

El dòlar va experimentar una apreciació general el 2011 amb relació a la majoria d'encreuaments internacionals, llevat l'encreuament amb les divises europees.

Per exemple, amb relació a les divises d'Amèrica Llatina, el dòlar es va apreciar un 11% de mitjana. Per divises, el dòlar es va apreciar més respecte al pes mexicà (+13%), el real brasiler (+12%) i el pes argentí (+8,6%).

Respecte a les divises asiàtiques, vam observar també una tendència clara a favor del dòlar (a excepció del iuan, divisa respecte de la qual s'ha depreciat). D'aquesta manera, per exemple, la divisa nord-americana es va apreciar un 6,4% respecte al baht tailandès i un 3% respecte al ringgit malai. Va quedar gairebé sense variacions respecte al dòlar de Singapur i el dòlar de Hong Kong, però es va depreciar de manera constant respecte al iuan (-4,55%).

Respecte a les divises europees, hi va haver més color. Vam veure una apreciació del dòlar respecte a l'euro pròxima al 4%, i l'encreuament va passar de l'1,34 el gener a l'1,29 el desembre. Aquí cal esmentar que la volatilitat va ser extrema, ja que, malgrat l'apreciació del dòlar respecte de la divisa comuna, hi va haver un moment a l'abril en què el dòlar va acumular una depreciació del 10% respecte a l'euro, i l'encreuament es va fixar prop de l'1,50.

L'evolució del dòlar respecte a la lliura esterlina ha estat desfavorable, encara que en termes molt modestos. La depreciació del dòlar respecte d'aquesta divisa va ser amb prou feines de l'1,5%, encara que cal mencionar aquí també que a l'abril acumulava una pèrdua pròxima al 8%.

Una cosa similar va passar respecte del franc suís. Durant l'any, l'encreuament USD-CHF es va mantenir estable, però a l'agost, i després de la intervenció del Banc Central de Suïssa (per frenar l'entrada de capitals que buscaven refugi en el franc), la pèrdua acumulada del dòlar respecte d'aquesta divisa era del 23%.

3. Evolució prevista per a l'economia global i els mercats financers 2012

Visió econòmica global

En els primers passos del 2012 s'ha observat una millora en les enquestes d'opinió que assenyalen el que podrien ser signes incipients d'estabilització de l'activitat econòmica mundial. No obstant això, som conscients que encara persisteixen alguns factors que limitaran el creixement de cara als pròxims trimestres. D'una banda, l'ajust necessari dels balanços privats i públics a Occident, que segueix el seu curs i està, de moment, lluny de completar-se. En aquests països desenvolupats persistirà també la debilitat del mercat de treball i habitatge durant bona part de l'any, factors, tots dos, que mantindran la pressió sobre les perspectives de creixement.

Un altre element a incorporar en l'anàlisi és el renovat impuls en el preu de l'energia quant a les tensions en l'oferta. Aquest factor addicional dificulta encara més un eventual repunt en els ritmes d'activitat global, sobretot en la primera meitat de l'any, i afecta tant les economies desenvolupades com els països emergents. A mesura que transcorre l'any, preveiem una distensió en el vessant energètic que hauria d'alleujar una mica les resistències al creixement i podria ser el moment d'un impuls per a l'economia global, encara que, si bé és cert, no en preveiem una solució immediata. Addicionalment, hi ha un desfasament temporal entre la variació en el preu de l'energia i els seus efectes en els preus i en l'activitat, de manera que podríem trigar mesos, o potser

trimestres, a observar les influències positives d'una rebaixa en el preu del cru. Rebaixa que, recordem-ho, encara ha d'arribar.

En general, i pel que fa al creixement, preveiem que continuï l'atonía en les economies desenvolupades, i per això manteníem el nostre escenari central de cicle feble per a Occident (per tercer any consecutiu). El nostre rang de creixement establert per a la zona euro oscil·la al voltant del 0%, mentre que els EUA mostraran un creixement positiu encara que per sota del que es va observar el 2011. Estimem un ritme en l'activitat per a aquest país en el rang d'entre l'1,5% i l'1,8%, per tant es manté, un any més, en un nivell clarament inferior al potencial.

Aquest escenari a Occident tindrà un efecte negatiu en el PIB de les economies emergents, que moderaran el seu creixement per sota de la mitjana del 2011. Malgrat això, el control recent dels preus per part de les economies emergents asiàtiques fa que puguin afrontar un cicle de polítiques monetàries laxes i estímuls fiscals que els permetran continuar presentant ritmes d'activitat clarament superiors a la resta del món. En el cas dels països d'Àsia, preveiem un creixement del 7% de mitjana (inferior al 8% observat el 2011). I per a les economies d'Amèrica Llatina, anticipem una moderació important que situï el PIB per sota del 3,5% (molt inferior al 5% aproximat observat el 2011).

En termes d'inflació, les dinàmiques en aquesta primera part de l'any continuen sent de contenció en els preus de les economies avançades i de moderació en els països emergents d'Àsia. Més dificultats estan experimentant els països d'Amèrica Llatina, amb la majoria d'economies amb ritmes d'inflació sensiblement per sobre dels objectius fixats per les autoritats. Argentina continua encapçalant la llista de països amb més dificultat per controlar els preus, amb una inflació oficial del 10%, i l'afegit que bona part de l'estratègia política del renovat govern s'ha basat en una important base de subvencions, de manera que una moderació previsible en el ritme d'activitat i la subsegüent relaxació en els preus al consum podrien resultar insuficients per compensar els efectes inflacionistes de l'eliminació necessària d'algunes d'aquestes subvencions. Al Brasil, les autoritats tampoc no estan sent capaces de moderar el ritme de creixement en els preus, que es mantenen a la part alta del rang de fluctuació per a tot el 2011 pròxim al 7%. No obstant això, preveiem una relaxació en la inflació d'aquest país per als pròxims sis mesos després de la caiguda dels preus agrícoles en l'última part de l'any 2011.

En resum, preveiem una moderació en els preus a escala global i mantenim un escenari "desinflacionista" per al món occidental en les taxes subjacents, cosa que significa que qualsevol repunt observat en els índexs generals de preus serà propiciat, exclusivament, per les tensions d'oferta derivades de qüestions més relacionades amb la geopolítica. Sí que és possible que, si persisteixen les tensions en els factors d'oferta, es puguin donar efectes de segona ronda que també afectin a l'últim les taxes subjacents. No obstant això, i al nivell en què es troben ja els preus de l'energia (cru),ensem que qualsevol repunt addicional tindrà un efecte molt més gran en els ritmes de despesa, que finalment es traslladaria de manera acusada als ritmes de producció, consum d'energia i, per tant, al seu preu.

Per als països emergents d'Àsia, preveiem que siguin capaços de mantenir la inflació dins dels objectius "fixats". En canvi, per a les economies d'Amèrica Llatina, encara que també observem una moderació en els preus, preveiem un grau

més alt de dificultat perquè les autoritats aconseguixin situar la inflació en els rangs objectius fixats.

Zona euro

Un dels principals factors de risc d'abast global, si no el principal, continua sent la crisi del deute a Europa i la seva evolució aparentment imprevisible. Aquest factor ha suposat un important element de distorsió durant tot el 2011, que continua afectant, de manera evident, el bon funcionament de factors estabilitzadors, com ara el mercat interbancari, i propicia, fins i tot, una alteració del flux normal del mercat de divises. Tots dos efectes suposen un límit per si mateix per al creixement.

És essencial establir primer quin podria ser el desenllaç en aquest vessant, ja que, depenent-ne del resultat, ens trobarem senzillament en un món o un altre; amb euro o sense euro, amb totes les implicacions que les dues solucions comporten, que són moltes.

En la nostra opinió, tal com hem anat defensant durant tot el 2011, la problemàtica actual que envolta els països de la perifèria d'Europa, en especial Grècia, respon a una estructura formal d'incentius. És a dir, un joc formal, en què els participants (rescatats i rescatadors) continuaran establint les seves estratègies individuals òptimes (que en termes agregats deixen de ser-ho), cosa que significa que, molt probablement, continuarem veient episodis de màxima tensió en els quals l'amenaça d'escissió per part d'algun membre del bloc euro serà present de manera constant, i per tant es qüestiona la mateixa supervivència de l'euro.

També vam plantejar, durant bona part del 2011, que a aquest joc s'hi ha de jugar de manera correcta. En cas contrari, el resultat pot ser-ne el pitjor. I malgrat la contradicció aparent, plantejem que la millor manera en què els participants poden jugar-hi és aquella en què el "desastre" de la ruptura de l'euro sigui un element que estigui present constantment. Només així les parts concebran la idea de "destrucció

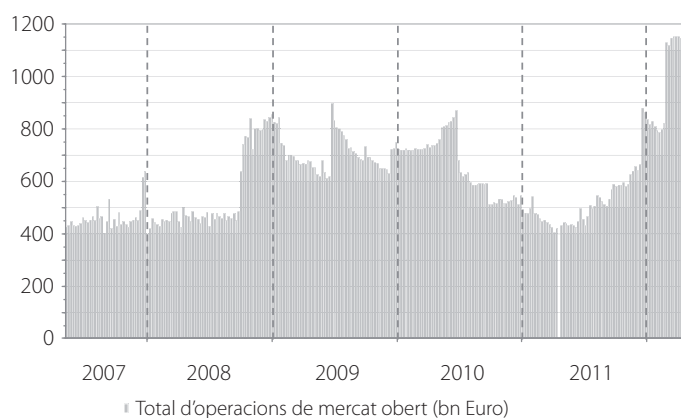
econòmica garantida”, que és el resultat previsible de la ruptura de l'euro.

L'única manera que la idea de la ruptura estigui present constantment (condició necessària per al bon desenllaç de la crisi) és que la Comissió mostri el grau de rigidesa necessari pel que fa als objectius d'ajust i consolidació fiscal dels països que estan percebent fons a través dels programes de rescat. Entenem que una manera alternativa d'actuar (més laxa i permissiva) fa augmentar exponencialment els riscos de ruptura en un futur.

Així doncs, aquest argument, aparentment contraproduent, d'anar gestionant la crisi sempre “arran de l'abisme”, així com les respostes que hem anat observant en cada un d'aquests episodis d'estrès i de risc per a la configuració del bloc de l'euro (tal com la coneixem avui), ens condueixen a la nostra determinació de l'escenari central per a la zona euro. En aquest escenari plantejarem una solució final (de llarg termini) satisfactòria, entesa com un resultat en què tots els integrants actuals del bloc de l'euro hi continuïn, immersos en un procés de sanejament dels comptes públics, procés que indubtablement tindrà un impacte econòmic inicial negatiu, però que enfortirà la posició de credibilitat de la divisa única a llarg termini.

Mentrestant, i mentre persisteixen les dislocacions en el mercat interbancari europeu fruit de les tensions previsible en el futur, és essencial que el BCE exerceixi un paper actiu com a proveïdor de liquiditat al sistema. En aquest sentit, ja hem presenciada aquesta actuació “necessària” per part del BCE, el qual ha assumit aquest paper estabilitzador temporal mentre les nacions intenten ajustar-ne els desequilibris estructurals.

BCE - Operacions de mercat obert (Injeccions de liquiditat)



Font: ECB

©FactSet Research Systems

En la seva última actuació, el BCE va decidir ampliar les seves activitats de finançament en *repo* tant en quantia com en venciments, la qual cosa suposa una autèntica injecció d'oxigen per als bancs, però també per als governs. En primer lloc perquè “suavitza” la bretxa entre la necessitat de *funding* i la demanda de paper bancari. I, en segon lloc, perquè suposa un important flux perquè els bancs proveeixin de liquiditat als seus governs. Sens dubte, molts bancs aprofitaran aquesta oportunitat per entrar en noves estratègies de *carry* (fer-se prestar del BCE a tipus baixos i reinvertir en el bo sobirà). Veiem aquesta opció gairebé com una certesa matemàtica a causa de les febles (molt febles) perspectives de beneficis.

Els països perifèrics que es poden veure més beneficiats per aquestes polítiques són Espanya, on els préstecs dels bancs a l'Estat suposaven al començament d'any menys del 10% dels préstecs totals (i queda, per tant, molt espai perquè aquests préstecs augmentin l'exposició al govern), i Itàlia, immersa en una situació similar.

Pel que fa al creixement econòmic previst per a la zona euro el 2012, plantejarem un escenari de creixement zero quant a agregat. La regió es veurà perjudicada pels efectes dels ajustos fiscals als països del sud, on destaquem unes contraccions

del PIB que podrien sobrepassar el -4% a Grècia i Portugal. Per a Espanya, el resultat final dependrà de si la Comissió modifica els objectius de dèficit fixats del 4,4% per a aquest any. Si no és així, Espanya podria moure's en una contracció pròxima al 2%, de la mateixa manera que Itàlia. Per la banda positiva, Alemanya actua com a factor de compensació, encara que les previsions s'estan revisant a la baixa, i s'ha situat ja per sota de l'1%. França es mantindria per sota, encara que en territori d'expansió.

En el terreny de la inflació, preveiem que la zona euro continuï immersa en un procés de "desinflació" en les taxes subjacents. Qualsevol repunt en el ritme dels índexs generals de preus es deurà a factors d'oferta, sense que signifiqui cap reflex de fortlesa dels agregats domèstics de demanda i, per tant, sense implicar un risc de descontrol de la inflació a llarg termini.

Estats Units

L'economia ha aconseguit, una vegada més, esquivar el risc de recaure en recessió el 2011. Durant els mesos centrals de l'any passat, aquesta possibilitat anava guanyant punts fins que, el setembre, va resultar ser el nou escenari central per a la majoria dels agents econòmics. Finalment, no va ser així, i ara mateix l'economia sembla que s'està allunyant decididament de la possibilitat d'una contracció. Així ho confirmen algunes dades de trànsit ferroviari al començament del 2012, per exemple, i el mateix passa amb altres indicadors com l'ISM, amb una acceleració gradual que persisteix ben entrat el nou any.

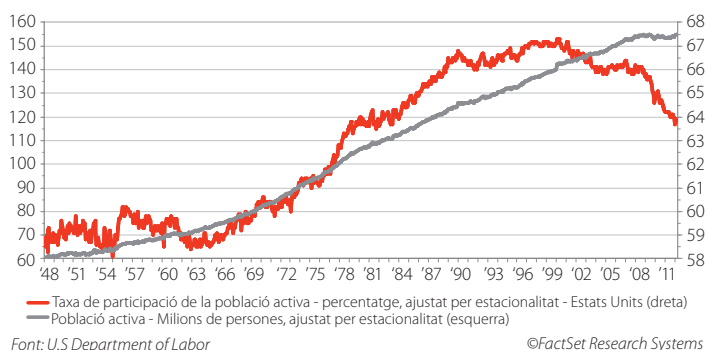
Així doncs, i malgrat que el ritme de creixement als Estats Units no és el més desitjable, segons aquests indicis no hi ha signes d'un hipotètic col·lapse del PIB (*double-dip*), almenys de cara a la primera meitat del 2012. Dit això, per al conjunt de l'any preveiem un ritme d'activitat el 2012 inferior al del 2011, amb una expansió del PIB d'entre l'1,5% i l'1,8%.

Què és el que mantindrà aquesta economia clarament per

sota del seu nivell potencial de creixement? Entre molts altres factors, l'ajust necessari dels balanços privats i públics, que segueix el seu curs i està, de moment, lluny de completar-se. Les empreses dels EUA han portat a terme un fort procés de "sanejament" de balanç, amb una reducció del seu deute bancari del 25% (o 400.000 milions de dòlars). Com a resposta, els bancs han començat a concedir crèdits a corporacions no financeres, una cosa certament positiva. Aquesta activitat creditícia creix a un ritme del 7% anual, fet incompatible amb la idea del *double dip*. Per la seva part, els balanços de les famílies també han estat parcialment sanejats (uns 600.000 milions de dòlars). Però malgrat aquest aparent sanejament en els balanços d'empreses i famílies, el que tenim fins al moment és una reducció conjunta de l'apalancament privat valorat en 1 bilió de dòlars (l'equivalent a un 6,5% del PIB USA, xifrat en uns 15,38 bilions de dòlars) que, encara que sigui un pas necessari, suggereix que queda encara un llarg camí per sanejar aquests balanços privats, la fi del qual fixem entre el 30% i el 40% del PIB.

El mercat laboral també continua sent dèbil. Actualment, als Estats Units hi ha uns 170 milions de persones que no treballen, cosa que fa que la ràtio de treballadors amb ocupació en relació amb tota la població hagi retrocedit fins al 45%, un nivell anormalment baix i no vist des de l'any 1984. Del total de persones que no treballen hem de sostreure els que realment no poden treballar (jubilats i nens menors de 15 anys), la qual cosa ens deixa amb una base d'anàlisi d'uns 70 milions de persones que no treballen però sí que poden fer-ho. D'aquest grup, hauríem de restar-ne, al seu torn, els que no volen treballar, mesurats per la taxa NAIRU de desocupació (persones que es quedarien sense treballar malgrat que l'economia creixés al seu nivell potencial), i també totes aquelles persones que continuen voluntàriament fora de la força laboral (uns 42 milions de persones). En total, obtindríem la demolidora dada que hi ha 24 milions de persones sense feina, capacitades físicament per treballar i que volen fer-ho. Es tracta de la xifra més alta des que disposem d'aquestes dades i, el que és pitjor, una xifra que es manté estable des del 2009.

Participació de la població activa



Per últim, un altre factor que limita el creixement és l'ajust pendent en el mercat de l'habitatge. Malgrat alguns signes tímidament positius pel que fa a les vendes, és aviat per determinar que això pugui suposar l'inici d'una tendència a llarg termini. En el període 1997-2008 assistim a una situació constant d'excés de vendes d'habitatges. En concret, la mitjana anual és d'un milió d'unitats venudes, molt per sobre de la mitjana raonable de 600.000, i que ofereix un excés d'habitatges superior als 4,4 milions; si bé és cert que aquest excés s'ha començat a drenar, amb un ritme de vendes de mitjana de tan sols 300.000 i el consegüent descens en la construcció de noves unitats, sembla clar que fa molt poc temps que drenem aquest excés (tres anys). Això significa que cal més temps per recol·locar els habitatges en excés, i per tant, més temps per veure una reactivació del volum de cases iniciades, que és el que realment contribueix al PIB.

Un element addicional que no hem de perdre de vista és l'elevat volum pendent en les activitats de "rehipotecació" (*shadow banking*). Segons alguns càlculs realitzats per ANDBANK, hi ha col·laterals (utilitzats simultàniament per altres entitats) per valor d'uns 8 bilions de dòlars. Entenem que aquesta xifra s'ha de reduir abans que la banca americana pugui tornar a utilitzar el seu balanç per expandir l'economia.

En resum, tenim indicis d'estabilització de l'economia després dels episodis de forta moderació vistos durant el segon i tercer trimestre de l'any 2011. Fins i tot les dades han mostrat una fortlesa inusual en els dos primers mesos del 2012, fet que ha propiciat una clara millora en la percepció sobre el PIB del 2012. No obstant això, hem de ser conscients que hi ha factors que continuen (i continuaran) limitant el creixement, de manera que plantejem el nostre escenari central, per a aquesta economia, en un creixement encara per sota del potencial de cara al 2012.

Pel que fa als preus, preveiem una continuïtat en la moderació de les taxes subjacents, que es mantindran baixes a conseqüència d'un ritme també moderat en els factors domèstics de producció i consum. Sí que hi podria haver repunts en els índexs generals, que estarien alimentats per tensions a la banda de l'oferta, i que en cap cas serien el reflex d'un augment sostenible dels factors de demanda.

Japó

L'economia nipona torna a mostrar certs signes de debilitat en l'última part del 2011 (després de recuperar l'impuls en el segon semestre de l'any). Hi ha hagut factors específics que han propiciat el nou deteriorament en els ritmes d'activitat, com ara la forta apreciació del ien des del juliol (+5,1%), els efectes de la qual es van començar a notar de manera evident en el quart trimestre. Una altra raó de l'actual moderació de l'economia van ser els efectes de les fortes inundacions a Tailàndia, país que va patir una contracció del PIB del 9% interanual en l'últim trimestre de l'any, fet que es va deixar notar en l'activitat del Japó, la producció industrial del qual es va veure afectada en un -0,4% en els tres últims mesos de l'any.

El Japó es mostra avui com una economia molt diferent de la que va ser per a la majoria d'experts en sector exterior. Malgrat el llarg període d'atonía econòmica, el país no aconsegueix canviar les dinàmiques de PIB i actualment, en contra del que molts pensen, presenta un dèficit comercial de -2,5 bilions de iens. Es tracta de la primera vegada que registra un dèficit comercial des del 1980.

No obstant això, i com a aspecte esperançador, en els primers mesos de l'any 2012 les dades més recents d'alta freqüència assenyalen un cert enfortiment de l'activitat. L'índex PMI de producció industrial corresponent al gener assenjala el retorn al creixement en la producció manufacturera per primera vegada en tres mesos.

Per al conjunt de l'any, les projeccions d'organismes internacionals mantenen un ritme del PIB del +1,7%, molt per sobre del ritme de contracció observat el 2011 (-0,9%), però un nivell que pot resultar certament pobre si el comparem amb el creixement observat el 2010, que va ser del 4,4%.

Pel que fa a l'evolució dels preus, els nivells dels últims mesos s'han mantingut consistentment en el territori de la contracció, encara que de manera feble. Les taxes interanuals han oscil·lat entre el -0,1% i el -0,2% per als índexs generals. En taxes subjacents (sense aliments ni energia) el ritme se situa actualment en un preocupant -0,8% interanual. No esperem un canvi significatiu en la tendència; en tot cas, un lleuger augment de les taxes d'inflació, d'acord amb les previsions del PIB, també moderades.

Economies emergents d'Àsia

La previsió que tenim per al creixement de la regió és optimista, amb uns ritmes d'expansió que oscil·laran al voltant del 7% de mitjana, un nivell inferior al del 2011 però molt per sobre de les previsions per a la resta del món.

Una de les raons principals que alimenta les nostres perspectives és que la inflació en aquests països probablement estigui a prop d'haver arribat a un màxim. En el nostre escenari central, el preu de les *commodities* hauria de quedar "estable" (o fins i tot cotitzar per sota dels nivells del 2011), cosa que dibuixa una tendència de moderació dels preus en aquests països de cara als pròxims trimestres.

Industrial Production Prices - Xina vs. EUA



Font: National Bureau of Statistics of China & Conf Board

©FactSet Research Systems

Tot plegat dibuixa un entorn que permetria als bancs centrals d'aquests països facilitar retallades en els tipus, cosa que, sens dubte, ajudaria a compensar la fràgil situació en la despesa privada dels països occidentals.

Adicionalment, els nivells de deute i dèficit a la regió són relativament baixos, i el nivell de dèficit és del 2,5% de mitjana. Malàisia i Taiwan són els que presenten un dèficit presupostari major (5%), mentre que Indonèsia i Tailàndia són els més ben posicionats (amb un dèficit del 0,5% i 2,5%, respectivament). Aquesta situació de "sanejament" en els comptes públics deixa espai per a estímuls fiscals, que juntament amb les polítiques de rebaixes en els tipus (després del control recent en els preus), ajudaria a compensar deterioraments potencials que hi pogués haver a escala global.

No obstant això, hi ha zones dins de la regió que semblen tenir una millor disposició per al creixement. Això té relació amb el nivell acumulat de deute privat. Aquest endeutament privat ha augmentat perillósament en els últims anys, sobretot als països del Pacífic oriental (amb un nivell de deute de les famílies i empreses equivalent al 120% del PIB); en canvi, els països del sud-est asiàtic mantenen un nivell de deute privat molt més moderat, equivalent al 40% del PIB

(a excepció del Vietnam, que està en el 125%). Pel que fa als països més importants, la Xina està al voltant del 130% (la regió administrativa de Hong Kong, prop del 200%).

Respecte a la Xina, és cert que totes les llums d'alarma van saltar durant el període 2009-2010 pel que fa al creixement desmesurat del crèdit domèstic (privat). Una activitat que va superar la xifra dels 50 bilions de iuans i que certament crida l'atenció considerant que el PIB nominal se situava al voltant dels 44 bilions de iuans.

Qualsevol model basat en crèdit indefinit és, per si mateix, insostenible i deriva en un col·lapse brusca. Per això, s'han generat moltes de les preocupacions sobre la possibilitat d'un *hard landing* a la Xina.

No obstant això, en vista dels grans abusos del crèdit en el passat d'aquest gegant asiàtic, hem vist mesures de control per part de les autoritats que han servit per reconduir els nivells d'endeutament nacional privat cap a límits sostenibles.

Per exemple, en el període 2003-2008, després d'un fort augment de l'endeutament de les famílies, que va pujar fins al 130% del PIB i que feia pensar, també llavors, en un possible col·lapse, les autoritats "van guiar" el creixement del crèdit a un ritme molt més moderat, del -12,5% de mitjana en tot el període (molt per sota del ritme del 25% vist el 2003), cosa que va corregir la ràtio d'endeutament privat al 110%.

Més tard, en el període 2008-2010, amb la crisi global i el col·lapse del comerç internacional, el Govern xinès va haver d'implementar un nou estímul i facilitat del crèdit, cosa que va portar les taxes de variació del crèdit per sobre del 30% i la ràtio d'endeutament privat actual a prop del 130%.

En vista d'aquesta desmesura, la Xina va començar el 2011 a guiar de nou els ritmes de creixement en el crèdit cap a nivells molt més moderats del 15%. Pequín sembla haver optat, una vegada més, per "forçar" el crèdit a moderar el ritme fins a un nivell inferior al ritme del PIB nominal (que creix actualment al 18%), cosa que portarà el 2011 a una contracció

de la ràtio d'endeutament i, per tant, a una situació de normalitat.

El problema és que no sembla raonable pensar que el PIB nominal creixerà fins a un 18%. Creiem que és més raonable pensar en un PIB real del 8% amb una inflació elevada del 6%, cosa que deixa el PIB nominal en el 14%, i això fa necessari que les autoritats obliguin a "moderar" encara més el ritme del crèdit (diguem-ne a un 10%-12%). Per això pensem que la Xina creixerà el 2012 per sota del ritme vist el 2011; però que els crèdits augmentin a un ritme del 10%-12% no és, al nostre parer, un escenari procliu perquè es faci un *hard landing*, com alguns pensen.

Amèrica Llatina

Malgrat la imatge de dinamisme que projecta aquesta regió, tenim evidències de nous signes de debilitament, que han quedat patents en els ritmes de creixement d'alguns dels principals països de la zona. Aquesta pèrdua de to econòmic ha estat propiciada per l'empitjorament de la situació a Europa, una agitació més gran en els mercats globals i una demanda més baixa per part de la Xina.

En resum, l'abast d'algunes polítiques d'estímul pot ajudar a "suavitzar" l'alentiment a la regió. Malgrat això, esperem que la mitjana del PIB a la regió se situï per sota del 3,5% el 2012 (molt lluny del 4,6% esperat per al 2011).

El Brasil ha parat en sec el creixement en el tercer i quart trimestre. Aquesta abrupta moderació en el ritme suscita algunes qüestions sobre la sostenibilitat del model econòmic d'aquest país. Sobre això, a ANDBANK hem analitzat fil per randa els factors que donen impuls a l'activitat i hem detectat una sèrie d'inconsistències que ens porten a projectar un ritme de creixement més baix de cara al 2012.

Una bona part de l'augment del PIB al Brasil es deu a una evolució positiva en els termes del comerç. En els últims cinc anys, els preus de les exportacions han augmentat un 90%,

mentre que els de les importacions ho han fet un 40%, cosa que dibuixa uns termes del comerç excessivament favorables. Les condicions s'han accentuat fins i tot des del 2009 (amb l'inici del QE de la Fed i la subsegüent bombolla de *commodities*). Igual que a l'Argentina, aquest flux d'entrada de diners "extra" (per l'augment de les exportacions nominals) ha estat utilitzat, preferentment, per consumir, prenent com a *proxy* del consum les importacions, factor que juntament amb altres partides ha propiciat un deteriorament de la balança per compte corrent. És a dir, en gran mesura, el Brasil ha basat el seu consum (i, per tant, una part substancial del seu PIB) en una evolució favorable entre els preus de les seves exportacions i els de les importacions. Aquesta dinàmica, coneguda com a "millora en els termes de comerç", ha proporcionat un *cash* "extra" a l'economia que ha servit per finançar el consum domèstic i ha afavorit les dinàmiques del PIB. No obstant això, ens trobem en un escenari incert pels preus de les matèries primeres. Uns preus que s'han mogut de manera capritxosa en el passat i que incorporen ara un component addicional de volatilitat, mercès a la gran participació del capital inversor en la negociació d'aquests actius. Un context global de màxima dificultat treu atractiu a aquests actius, que podrien experimentar reduccions notables en els seus preus. Aquest context, sens dubte, tindria connotacions negatives pel consum domèstic al Brasil i, en definitiva, pel ritme d'expansió del PIB.

La pregunta obligada que s'hauria de fer tothom és: què passarà si cauen els preus de les *commodities*? La resposta comença a fer-se visible amb la caiguda dels preus de les matèries primeres observada en el quart trimestre del 2011 (blat -26%, soja -21%, sucre -28%). El consum privat sembla ara menys dinàmic i potser més vulnerable. De fet, en taxa interanual, el nivell d'expansió del consum és ara pròxim al 5%, molt inferior al ritme del 10% amb què va començar el 2011.

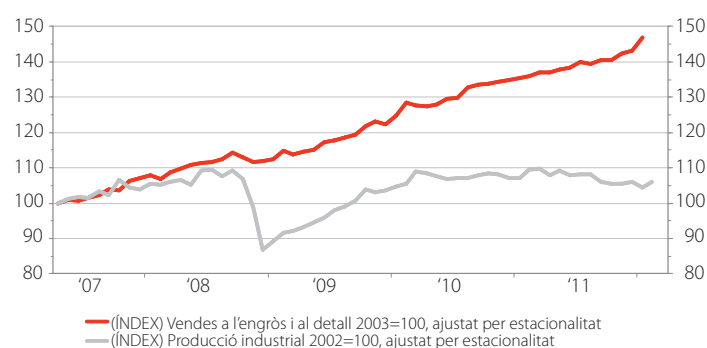
Per a alguns, la clau de la sostenibilitat del ritme al Brasil continua estant en una política fiscal equilibrada. En aquest sentit, encara que el dèficit primari sigui aparentment "raonable" (-2,5% del PIB), dibuixa una dinàmica preocupant des del

2009 (quan hi havia equilibri), cosa que es podria interpretar com un cert ús de l'última "carta de la despesa pública" i, per tant, menys marge per continuar-la fent servir.

Un altre aspecte preocupant de l'economia brasilera que sembla passar desapercibut són els senyals de debilitat des de l'activitat industrial. Durant el tercer trimestre, les dades van confirmar que la indústria brasilera havia entrat en recessió. I en el quart trimestre els indicadors d'alta freqüència assenyalen que el sector industrial continua estancat. Aquesta dinàmica ha estat tan evident que fins i tot s'ha recollit en la sèrie interanual (a priori molt més estable).

També preocupa el desglossament del PIB. L'única palanca de creixement és el "sector exportador", i sospitem que en cas d'una debilitat generalitzada del PIB global el 2012, aquesta palanca perdrà vigor i, així, també el PIB de l'any vinent.

Consum versus fabricació - Brasil (Índex)



Font: IBGE

©FactSet Research Systems

En definitiva i en termes generals, el nostre diagnòstic és que estem presenciant la represa del "model de dues velocitats" (M2V) brasiler. Mentre la indústria intenta contenir la caiguda, els sectors relacionats amb el consum ho fan molt millor. No obstant això, la lliçó apresada el 2011 és clara per a nosaltres. El model brasiler és altament dependent del preu

de les *commodities* i dels fluxos d'entrada al país. I la pregunta que ens fem en aquests moments és: fins a quin punt pot ser sostenible aquest patró? En un intent de donar respostes, sabem que tots dos factors de creixement (preu de *commodities* i fluxos d'entrada) és molt probable que es vegin afectats per un entorn de debilitat global que deixaria "al descobert" aquesta economia encara que, per ara, percebem signes d'optimisme.

Les opcions de les autoritats brasileres passen per abaixar tipus (amb uns efectes que no es veuran fins d'aquí a 6-9 mesos) i continuar amb polítiques de tarifes a la importació (pràctiques proteccionistes que van en detriment del futur desenvolupament del país). Aquestes opcions no tenen un efecte clar a mitjà termini.

Per tot plegat, el nostre escenari dibuixa la continuïtat del deteriorament en l'activitat amb un PIB 2012 que es mourà al voltant del 2,5%-3,0% (molt per sota de la mitjana de 10 anys del 4%).

Alguna cosa de tot això deu observar (o potser compartir) el Banc Central del Brasil, que ja ha començat a rebaixar els tipus d'interès en previsió d'un empitjorament futur de les condicions de mercat.

Pel que fa als preus al Brasil, encara que a un ritme lent, preveiem una moderació de la inflació fins a arribar al 4,5% al final del 2012.

Pel que fa a l'Argentina, el sobreescalfament econòmic s'ha mantingut com una de les nostres principals preocupacions durant bona part del 2011. Per què? Senzillament perquè el creixement estava sent inflat per un perillós "còctel" de política fiscal i monetària superlaxa i una trajectòria insostenible en els termes del comerç.

La despesa governamental anual ja està a nivells màxims històrics (en termes de percentatge sobre PIB) i el saldo de deute viu creix ja a un nivell insostenible del 7% l'any, que probablement continuarà després de la victòria electoral de la Sra. Fernández.

Ni els gestos mostrats ni els compromisos adquirits fan pensar en un canvi de model. És més, la presidenta manté l'essència de l'equip polític, amb Boudou i ella mateixa exercint un paper important en les polítiques econòmiques.

Els preus continuen accelerant-se i, malgrat que la xifra oficial publicada des del Govern sembla acceptable (9,51%), alguns mètodes de càlcul suggereixen un nivell real de preus superiors al 20%.

La fuga de capitals és un risc cada vegada més gran. L'executiu ho sap i ha començat a prendre mesures de control en el lliure moviment de divises per part de la població (actuacions que, des d'una perspectiva històrica, podrien aguditzar encara més les tensions domèstiques).

D'una manera o d'una altra, sembla inevitable un ajust de l'economia a l'Argentina. El dubte és si l'ajust vindrà a través d'un enduriment voluntari de les condicions fiscals i monetàries des del Govern (ajust induït per les autoritats) o si, per contra, veurem un ajust "desordenat" induït pel mateix mercat.

En qualsevol cas, el retrocés que plantejem per a l'Argentina pot ser substancial. Sospesem ritmes del PIB per al 2012 del voltant del 2,5% (des del 6% previst el 2011). Però a llarg termini mantenim una postura d'extrema cautela en aquest país.

Pel que fa a Mèxic, aquest país ha protagonitzat les poques notícies positives provinents d'aquesta regió en l'últim tram de l'any; en concret, pel que fa als últims indicadors d'activitat (PMI), que assenyalen un final d'any més que decent per a aquesta economia. Ja en el tercer trimestre, el PIB de Mèxic va sorprendre a l'alça a causa d'un repunt notable en la producció del sector primari fins al +8% y/y (des del -6% del trimestre anterior). No obstant això, s'ha de dir que hi va haver un important efecte base en aquesta evolució, per la qual cosa sembla altament improbable que aquest ritme sigui sostenible.

Malgrat això, i de cara al 2012, l'economia mexicana planteja una sèrie d'interrogants que ens fan ser prudents. Esperem un any molt més desafiador en el qual considerem molt difícil que

es pugui repetir el comportament d'alguns agregats. Encara que poguéssim veure una bona primera meitat d'any en l'activitat econòmica, aquesta millora podria resultar ser temporal. Aquesta millora estaria alimentada des dels Estats Units, on avancem un probable bon inici en les dades per al primer trimestre, però on preveiem que la moderació s'anirà imposant al llarg de l'any, cosa que tindrà efectes en l'economia mexicana, per a la qual fixem un PIB 2012 d'entre el 2,5% i el 3%.

Entre d'altres, les raons genèriques del nostre posicionament són dues. En primer lloc, el necessari procés d'ajust privat als Estats Units, condició prèvia per poder veure una recuperació duradora, i del qual fins ara només s'ha implementat una petita part. Per tant, encara ens queda un llarg recorregut en l'estalvi. I, en segon lloc, a Europa els països del bloc euro probablement entraran en recessió de nou (encara que en el nostre escenari central es mantenen amb un PIB pròxim al 0%), cosa que dificultarà de manera evident la gestió de la crisi del deute. Aquest factor, i no un altre, constituirà de nou l'element principal de risc global, que continuarà alimentant l'*squeeze* de liquiditat i el baix nivell d'activitat global. Entorn poc propici per a Amèrica Llatina.

I, finalment, inquietants dades sobre el creixement de Xile, que com a economia més oberta i més dependent de les *commodities* representa un bon termòmetre del que està passant amb la demanda global. El PIB del país ha moderat el ritme fins a un preocupant 2,6% anualitzat en el tercer trimestre, molt per sota del 5,8% vist a l'inici del 2011. La producció industrial continua flirtejant a prop del terreny de contracció en la sèrie interanual (una sèrie, *a priori*, més estable), i les sèries d'alta freqüència (IMACEC) assenyalen que l'activitat ha continuat deteriorant-se en el quart trimestre. Conseqüentment, esperem baixades agressives en els tipus per part del Banc Central de cara al primer i segon trimestre del 2012. Aquestes baixades podrien deixar els tipus en el 4% (o fins i tot per sota) malgrat el repunt recent de la inflació, que se situa a la part alta del rang establert pel Govern (2%-4%).

La forta caiguda en el preu del coure en l'última part del 2011 recull, d'alguna manera, el descens en el ritme dels països de-

envolupats (i la Xina). Per a les economies occidentals esperem un ritme molt moderat d'activitat (creixement zero en el cas d'Europa) i, en el cas d'Àsia, un creixement més baix que l'observat el 2011, la qual cosa es pot traduir en nous descensos en el preu del coure de cara a la segona meitat del 2012 i, per tant, en un impacte negatiu en les exportacions de Xile. Esperem un PIB 2012 per al país del voltant del 3%-3,5%, per sota del consens (i clarament més baix que el 6% en què acabarà el 2011).

En termes d'inflació, tenim en compte també per a les economies d'Amèrica Llatina una moderació en els preus, encara que preveiem un grau més alt de dificultat perquè les autoritats aconseguixin situar la inflació en els rangs objectius fixats.

Previsió per als mercats financers al 2012

Tipus d'interès i mercat de bons de govern

En el nostre escenari de contenció econòmica global, amb Occident flirtejant amb l'estancament i els emergents moderant el ritme, no preveiem una tendència de descontrol en els preus, de manera que els actius de renda fixa haurien de mantenir-se suportats en preu, i pagar unes taxes que oscil·laran en un rang considerat molt baix des d'un punt de vista històric.

Qualsevol tensió en els índexs generals de preus serà fruit de tensions pel costat de l'oferta i s'interpretarà com un risc i una amenaça per a l'encara feble i incipient recuperació, amb la qual cosa aquests actius no haurien de veure's perjudicats malgrat aquests repunts en la inflació.

En el mercat d'obligacions en euros preveiem un nivell de TIR per als dos anys que oscil·larà al voltant del 0,50% durant tot el 2012 i, en el cas del bo Bund a 10 anys, plantejarem un rang d'oscil·lació entre l'1,5% i el 2,5%. La nostra recomanació és de compra clara amb nivells pròxims al 2,5% i venda clara amb nivells pròxims a l'1,5%.

Per al mercat d'obligacions en dòlars preveiem un nivell de TIR a dos anys que oscil·larà al voltant del 0,25% durant tot el 2012 i, en el cas del bo Treasury a 10 anys, també plantejarem un rang d'oscil·lació entre l'1,5% i el 2,5%. La nostra recomanació és de compra clara amb nivells pròxims al 2,5% i venda clara amb nivells pròxims a l'1,5%.

Risc sobirà

Grècia tornarà a ser focus de tensió a causa del poc marge de temps del nou govern tecnòcrata i les eleccions previstes per a l'abril del 2012. Això significa que el risc de contagi hi serà present, de manera que preveiem que continuï la inestabilitat (volatilitat) en les primes de risc de tots els perifèrics. No obstant això, considerem alguns d'aquests emissors (Itàlia i Espanya) com a clares opcions de compra.

Per a nosaltres aquest serà el *Make or Break year for the Euro*. I malgrat que anticipem moltíssima inestabilitat, derivada d'aquest joc polític i dels plantejaments individuals, pensem que la consciència del risc de ruptura i, sobretot, de les conseqüències, farà que a poc a poc es vagin adoptant els passos correctes, que no són sinó el reconeixement de pèrdues per part dels agents privats i l'assumpció d'ajustos (i esforços) per part dels països rescatats amb la finalitat de reconduir els seus comptes.

En aquest desenvolupament, esperem que la mitjana de l'*spread* en bons *cash* de Portugal, Irlanda, Espanya i Itàlia —que al començament d'any se situava en l'ordre dels 850-900 punts bàsics (pb)— experimenti un estrenyiment gradual cap a la zona de 500 pb al llarg de l'any (o potser entrats ja al 2013).

Sobre Grècia, i després d'un altre episodi de "forcejament" que ens ha portat, una vegada més, a fer un recorregut per l'abisme en aquest joc de les negociacions, hem vist dues coses: un nou gest de submissió per part de Grècia, però també una acceptació de culpabilitat per part d'aquelles persones que van finançar el "malbaratament" (i ara pagaran en la forma de quitament, si finalment es compleix amb el grau d'acceptació de l'intercanvi plantejat en el deute de Grècia). Gràcies a aquests dos gestos (i si

l'acceptació de l'intercanvi és àmplia), Grècia rebrà fons d'emergència per valor de 130.000 milions d'euros. A canvi dels préstecs, Grècia accepta les retallades addicionals exigides (325 milions més) i intentarà reduir el seu deute al 120,5% del PIB el 2020, així com acceptar una presència "més gran i permanent" d'observadors de la UE per supervisar-ne la gestió econòmica. Per a nosaltres, és un pas més cap a la configuració final de l'euro. Sobre el PSI, considerem que el grau de seguiment de l'intercanvi oscil·larà entre el 70% i el 90%, i que el govern activarà les clàusules d'acció col·lectiva (CAC) i obligarà la resta de bonistes a acceptar les condicions del PSI, de manera que les agències de ràting ho consideraran com un *default*. En el CDS probablement saltarà el *trigger* ('esdeveniment de crèdit') però només hi ha un interès net de 3.000 milions oberts, per la qual cosa no suposa cap problema.

Sobre Portugal, cal comentar que el problema és de liquiditat i competitivitat, però els ajustos requerits comporten un deteriorament a curt termini addicional, tant en les finances públiques com en el creixement, la qual cosa pot derivar en un problema de solvència. Certament el rescat, en aquest cas, suposa un ajust molt gran en termes socials (i polítics). Preveiem moltíssima inestabilitat, derivada de la percepció del mercat que el govern pugui decidir, en qualsevol moment, no complir amb "tots" els requisits fixats des de Brussel·les.

Un altre element d'inestabilitat serà la solució adoptada amb Grècia. Tot i ser tractat per la UE com un "cas aïllat i únic", pot crear un precedent perquè altres països (Irlanda i Portugal) decideixin aplicar les mateixes condicions. Les previsions que compartim per a Portugal són:

1. PIB: -5,8% (2012), -3,1% (2013), -1,7% (2014) i +0,9% (2015).
2. Dèficit per compte corrent del 6,4% del PIB el 2012 (8,7% el 2011).
3. Sí que esperem un dèficit públic del 3% del PIB, però el 2014.
4. El deute públic del 113% del PIB podria continuar escalfant posicions en els propers anys fins al nivell del 125% en tres anys. Per tant, veiem difícil que es pugui finançar

en el mercat el 2012 (com estava previst), cosa que podria donar lloc a un canvi en les condicions del pla de rescat actual.

Espanya. Canvi de percepció del risc d'Espanya per part d'alguns rotatius europeus que van ser, en el seu dia, especialment durs. Així, el FT va publicar en el mes de gener els titulars següents: "La reforma del sistema financer és el camí que tot Europa ha de seguir". "Si Europa arregla alguna vegada el seu sistema bancari, potser serà perquè Madrid n'ha mostrat el camí". Sigui com sigui, aquest emissor gaudeix en la primera part de l'any d'un to excel·lent en el mercat primari.

Itàlia. Important reducció en les primes d'Itàlia en els trams llargs. Monti pateix pressions internes, però guanya adeptes fora del país. El nou president tecnòcrata aposta per la liberalització de nombrosos sectors (amb l'objectiu d'augmentar la competència i deixar enrere pràctiques oligopolístiques en la xarxa productiva del país). L'objectiu passa per guanyar en competitivitat i recursos disponibles dins de la mateixa societat. El país ha experimentat la millora més important pel que fa a la prima de risc en aquest inici d'any.

Crèdit

L'traxx es mourà en el rang de 120-200 pb. Inicia l'any per sobre dels 20 pb, de manera que, per a nosaltres, es tracta d'una compra clara. L'objectiu central és un *spread* de 130 pb. Això ens dona 70 pb d'estrenyiment, que per a una durada de 3,5 representa una revaloració del +2,5% només per l'efecte del preu. A part, una inversió en crèdit rebria l'efecte cupó de l'euríbor + 200 pb (per a inversions realitzades a l'inici de l'any), cosa que dona un *performance* potencial pròxim al 7%.

Aquest actiu tindrà un "terreny" fixat gràcies als *big-players* i els sectors més estables (*Telcos*, *Food&Bev* i *Energy*). En bancs, la línia vermella està en el subordinat, encara que hi ha noms que suposen una gran oportunitat (aquells amb escasses probabilitats d'injecció estatal, i que són els dos o tres *big players* nacionals, sobretot francesos i es-

panyols). Ens mostrem positius en deute bancari sènior en general.

Renda variable

Per a les borses de països desenvolupats esperem un any sense grans recorreguts, tot i que preferim la borsa dels Estats Units, per a la qual projectem una revaloració d'entre el 5% i el 10% el 2012. A Europa preveiem un comportament gairebé pla.

Els analistes esperen un creixement en beneficis de les empreses de l'S&P de l'ordre del 10,5% per al 2012 (impulsats en gran mesura per uns beneficis en la banca que creixerien al 24%).

A ANDBANK considerem aquestes expectatives dels analistes del sector financer massa optimistes. Pensem que una previsió de creixement zero a la banca és més raonable en l'entorn actual (marge financer a mínims, pèrdues pendents d'aflorar, creixement zero de balanç, etc.).

Ajustant-lo per aquest efecte ens sembla més raonable un creixement en beneficis per a les empreses de l'S&P del 6,5%.

Una cosa similar passa amb les estimacions per als beneficis de les empreses a Europa, per als quals els analistes projecten un ritme positiu del 9,9% (també amb el suport d'un fort creixement de beneficis a la banca, aquí a un ritme del 28%). També considerem, en aquest cas, que les estimacions són massa optimistes, i el nostre plantejament, per a la banca, és d'un creixement del 0%, cosa que deixaria l'expansió dels beneficis agregada (tots els sectors) en el 4,4% segons ANDBANK (molt per sota del consens del 9,9%).

Si s'ajusta per aquests beneficis més baixos, la mitjana del grau de volatilitat, que ha estat projectat per ANDBANK, més gran que el de consens i una taxa de descompte (utilitzant el 10 anys) en el 2% ens dona una revaloració potencial d'entre el 5% i el 10% per a l'S&P i pràcticament plana per a l'Eurostoxx 600 (com a *proxy* de les borses europees).

Pel que fa a les borses d'Amèrica Llatina, en vista de les turbulències a Europa (que preveiem que perduraran el 2012) i

d'un creixement global més baix per a l'any que ve, esperem un mal comportament dels mercats d'accions en aquesta regió (encara que poguessin mostrar-se molt dinàmics en la primera part de l'any). Aquests mercats es poden veure castigats per dues vies. En primer lloc, per una reducció global de les ganades de risc. Durant períodes d'augment de l'aversion al risc, els mercats de la regió ho han fet històricament pitjor que els seus equivalents desenvolupats. I, en segon lloc, perquè esperem nous ajustos en els preus de les *commodities* (caigudes compreses entre el 10% i el 20%), cosa que suposarà un cop dur per a aquestes economies, en què les exportacions d'aquestes matèries suposen de mitjana un 20% del PIB, i a la majoria dels països els sectors i firmes de recursos naturals "dominen" el mercat.

Potser Xile seria el mercat al qual ens decantaríem. Les raons? Valoracions (PE ratio) inferiors a les mitjanes i no gaire per sobre dels mínims del 2008-2009 i perquè la presència de les firmes de matèries primeres en aquest mercat rondaria al voltant d'un modest 30%.

Per als mercats asiàtics, en canvi, plantejem un dinamisme més gran de cara al 2012. Quan hi ha una visió clara per a Occident, també la tenim per als emergents. El patró és senzill. Si Occident puja, els emergents ho fan més. I el mateix passa al contrari, si Occident cau, els emergents cauen més. La dificultat d'aquest any rau en el fet que la nostra projecció per a Occident és més aviat mediocre, amb els Estats Units en un sol dígit i Europa plana. No tenim, per tant, aquesta referència de la correlació i, no obstant això, estem segurs que les borses emergents no es quedaran quietes. En aquest entorn, i amb la nostra visió per a matèries primeres i l'entorn macro plantejat en alguns països d'Amèrica Llatina, projectem un *decoupling* entre els emergents de Llatinoamèrica (cauts) i els emergents d'Àsia, on ens mostrem més positius.

Matèries primeres

L'episodi recent de tensió a l'Orient Mitjà i l'anunci de l'Iran de tallar el subministrament de cru a la majoria de països

d'Europa han injectat pressió a l'alça en el preu del cru. No obstant això, en la nostra opinió, la delicada situació de l'economia global suposa un factor persistent, que no desapareixerà en tot l'any i que mantindrà l'expansió del cru limitada, i impedirà que trenqui per dalt i que vegem els màxims del 2008.

Tenim quatre raons per no caure en el pànic després de les amenaces de l'Iran. Quatre raons que ens fan pensar que la reacció del mercat ha estat exagerada i que el cru està, per tant, arribant al màxim en el preu. En primer lloc, només dos dels països europeus afectats per l'embargament (Itàlia i Espanya) n'importaven quantitats apreciables (de 200.000 i 150.000 barrils el dia, respectivament). La resta de països no tenen una dependència significativa del cru iranià. En segon lloc, aquests països tenen reserves equivalents a mil dies aproximadament d'importacions de cru des de l'Iran. És a dir, disposen de mil dies per trobar un subministrador alternatiu. En tercer lloc, l'Aràbia Saudita ha mostrat la seva disposició a compensar qualsevol "escassetat" de subministrament derivada del bloqueig iranià. I, en quart lloc, la Xina i l'Índia estan prenent avantatge de la seva posició comercial per insistir en preus baixos de cru (són els principals consumidors del petroli iranià i de la regió). Aquesta pressió hauria d'ajudar a compensar qualsevol repunt en els preus globals de cru fruit de l'esforç de la UE per buscar petroli alternatiu.

Així doncs, pensem en un petroli que hauria d'oscil·lar al voltant dels 90 dòlars (amb possibilitats de retallar fins als 80 dòlars en els mesos centrals de l'any o durant el tercer trimestre).

Pel que fa a la resta de matèries primeres, el nostre escenari central macro no és compatible amb una continuïtat a l'alça dels preus, ni tan sols amb el fet que aquests preus es mantinguin en els nivells actuals. Els indicadors de transport, utilitzats com a *proxy* de la demanda real, se situen al començament de l'any en mínims històrics, cosa que contrasta amb uns preus de les matèries primeres seques encara molt elevats per la influència de la demanda especulativa. Aquesta demanda, tot i que pot mostrar-se persistent per l'acció de les polítiques monetàries de creació de diners (que provoquen una pèrdua de valor dels diners a favor del preu dels béns reals), acostuma a ser molt més

volàtil i inestable, raó per la qual ens mostrem cauts en aquest tipus d'actius, fortament basats en un factor voluble.

Preveiem una contracció superior al 10% en el preu de les *commodities* industrials i agrícoles.

Pel que fa a l'or, continuarà suportat durant tot l'any en nivells elevats, cosa que no significa que tingui un recorregut a l'alça. La persistència d'alguns factors globals de risc (crisi del deute a Europa, el sostre de deute als Estats Units, l'Iran, etc.) mantindrà el nínxol de demanda que vulgui cobrir-se davant la possibilitat de crisis aleatòries. Però el nostre escenari per a l'or es redueix a això. Bé suportat en els nivells actuals, 1.600-1.900 dòlars, sense recorregut addicional a l'alça el 2012. De cara a més llarg termini (2-4 anys vista), tenim indicis suficients per pensar que l'or estarà estructuralment car, amb la qual cosa no podem recomanar comprar or als nivells actuals.

Divises

El nostre nivell objectiu per a l'any suggereix una depreciació gradual del dòlar respecte de l'euro que podria portar l'encreuament per sobre de l'1,40 al final de l'any (o al començament del següent). Malgrat això, plantegem la possibilitat d'un repunt del dòlar en la primera part de l'any, tenint en compte unes dades decents als Estats Units, però, sobretot, per la inestabilitat que pot provocar la gran necessitat de finançament d'Itàlia i Espanya en el període de febrer a abril. No sabem com estaran els mercats en aquells moments, però si no estan prou receptius, l'euro podria patir en aquest primer trimestre.

A mesura que aquests emissors vagin superant les subhastes de bons amb l'ajuda del BCE i el seu programa de finançament extraordinari (LTRO), plantegem una moderació dels riscos i una millor percepció per part del mercat que podria originar un estrenyiment en les primes de risc. Això afavoriria l'euro i el nostre objectiu d'1,40 al final de l'any.

Un altre factor que ha donat molt suport al dòlar però que ha de revertir en el temps i, per tant, convertir-se en un factor

favorable per a l'euro és la pràctica generalitzada dels bancs centrals asiàtics d'acumular divisa de reserva (dòlar) en la part final del 2011. La tradició assenyala el fet que aquesta acumulació se situï entre els 6-10 mesos equivalents d'importacions, però avui les grans economies asiàtiques estan acumulant dòlars equivalents a 20-25 mesos, i encara pitjor, els han acumulat a un ritme superior al deteriorament de la balança per compte corrent dels Estats Units. Encara no tenim evidències que els bancs centrals asiàtics hagin començat a relaxar aquest procés d'acumulació. Amb les dades disponibles, la Xina es manté per sobre de l'equivalent a 22 mesos d'importació i països com Corea o el Japó són encara molt per sobre de les mitjanes històriques. La persistència dels problemes a Europa durant tot el 2012 farà que es mantingui en nivells alts (USD suportat) però a mitjà termini (6-12 mesos) hauria de revertir cap a la mitjana, i això serà molt favorable per a l'euro. Per això, ens sentim còmodes amb l'objectiu per a l'encreuament en un 1,40.

Al mateix temps, els grans fons de mercat monetari als Estats Units van retirar ja bona part de les seves inversions a Europa (el 97% dels fluxos que van entrar cap a França y/y, el 45% dels fluxos que es van dirigir a Holanda i el -61% dels fluxos cap a Alemanya), de manera que no preveiem un gran efecte negatiu addicional per a l'euro.

Un aspecte, no obstant això, que podria continuar donant suport al dòlar (i, per tant, veure's truncada la nostra projecció d'1,40) seria un nou retrocés en el ritme econòmic d'Occident, en cas d'un estiu similar al viscut el 2011 i el convenciment que la recuperació encara és lluny. Això suposaria una evolució de la balança per compte corrent als Estats Units cap al terreny del superàvit, cosa que suggereix que la mànega que proporciona dòlars al món (precisament és la balança per compte corrent) veuria reduït el seu cabal una vegada més, i això significa que hi hauria menys dòlars del compte. Aquesta "escassetat", sens dubte, pot mantenir el dòlar lluny del nostre objectiu d'1,40. Malgrat això, i per segon any consecutiu, descartem noves contraccions del PIB als Estats Units, per tant aquest escenari plantejat continua sent un escenari alternatiu, no un escenari central.

4. Informe d'auditoria

INFORME D'AUDITORIA D'ESTATS FINANCERS CONSOLIDATS

Als Accionistes d'Andorra Banc Agricol Reig, S.A.:

Hem auditat els estats financers consolidats d'Andorra Banc Agricol Reig, S.A. i societats dependents (el Grup), que comprenen el balanç de situació consolidat a 31 de desembre de 2011 i el compte de pèrdues i guanys consolidat, l'estat d'origen i aplicació de fons consolidat i les notes als estats financers consolidats corresponents a l'exercici anual finalitzat en aquesta data.

Responsabilitat dels Administradors sobre els Estats Financers

Els Administradors d'Andorra Banc Agricol Reig, S.A. són responsables de la formulació dels estats financers consolidats mostrant la imatge fidel d'acord amb els principis i normes comptables generalment acceptats per al Sistema Financer Andorrà, i del control intern del Grup en la mesura en que els Administradors considerin necessari per permetre la formulació dels estats financers consolidats lliures d'errors materials, ja sigui per frau o error.

Responsabilitat de l'Auditor

La nostra responsabilitat és expressar una opinió sobre els esmentats estats financers consolidats basada en la nostra auditoria. Hem realitzat la nostra auditoria d'acord amb les Normes Internacionals d'Auditoria. Aquestes normes requereixen el compliment de requeriments ètics, així com planificar i realitzar l'auditoria per tal d'obtenir un nivell de seguretat raonable sobre si els estats financers consolidats estan lliures d'errors materials.

Una auditoria implica realitzar procediments per obtenir evidència d'auditoria sobre els saldos dels estats financers consolidats i la informació continguda en les notes de la memòria consolidada. Els procediments seleccionats depenen del judici de l'auditor, incloent l'avaluació dels riscos d'errors materials en els estats financers consolidats, ja sigui per frau o error. Al realitzar aquestes avaluacions de riscos, l'auditor considera el control intern rellevant per a la preparació dels estats financers consolidats per part del Grup mostrant la imatge fidel, per tal de dissenyar els procediments d'auditoria apropiats en virtut de les circumstàncies, però no amb l'objectiu d'expressar una opinió sobre l'efectivitat del control intern del Grup. Una auditoria inclou també l'avaluació de l'adequació dels principis comptables utilitzats i la raonabilitat de les estimacions comptables realitzades pels Administradors, així com avaluar la presentació global dels estats financers consolidats.

Considerem que l'evidència d'auditoria obtinguda és suficient i apropiada per proporcionar una base per la nostra opinió d'auditoria.

Opinió d'Auditoria

Segons la nostra opinió, els estats financers consolidats adjunts expressen, en tots els aspectes significatius, la imatge fidel del patrimoni consolidat i de la situació financera consolidada d'Andorra Banc Agricol Reig, S.A. i societats dependents a 31 de desembre de 2011, dels resultats consolidats de les seves operacions i dels recursos consolidats obtinguts i aplicats corresponents a l'exercici anual finalitzat en aquesta data, de conformitat amb els principis i normes comptables generalment per al sistema financer andorrà.

DELOITTE, S.L.



Jordi Montalbo

31 de maig de 2012

5. Estats Financers Grup ANDBANK

Andorra Banc Agricol Reig, S.A. i Societats Dependents

Balanços de situació consolidats al 31 de desembre de 2011 i 2010

Expressats en milers d'euros

ACTIU	2011	2010(*)
Caixa i bancs centrals de l'OCDE	39.892	13.890
INAF (nota 20)	210	18.066
Intermediaris financers a la vista i Bancs i entitats de crèdit (notes 4 i 5)	411.816	423.297
Bancs i entitats de crèdit	412.082	423.449
Altres intermediaris financers	-	-
Fons de provisió per a insolvències	(266)	(152)
Inversions creditícies (notes 4 i 6)	1.684.136	1.611.225
Préstecs i crèdits a clients	1.577.283	1.512.569
Descoberts en comptes de clients	122.732	110.998
Cartera d'efectes de clients	11.815	13.961
Fons de provisió per a insolvències	(27.694)	(26.303)
Cartera de valors (notes 4 i 7)	940.059	948.844
Obligacions i altres títols de renda fixa	922.282	864.776
Fons de provisió per a insolvències	(3.455)	(2.983)
Fons de fluctuació de valors	(7.605)	(2.738)
Participacions en empreses del grup	3.523	3.153
Fons de fluctuació de valors	(50)	(50)
Altres participacions	4.987	4.987
Accions i altres títols de renda variable	457	952
Organismes d'inversió	21.988	83.791
Fons de fluctuació de valors	(2.068)	(3.044)
Diferències positives de consolidació (nota 8.b)	33.951	14.500
Diferències positives de consolidació	39.598	17.380
Fons d'amortització	(5.647)	(2.880)
Actius immaterials i despeses amortitzables (nota 8.a)	13.053	12.189
Actius immaterials i despeses amortitzables	42.963	38.685
Fons d'amortització	(29.910)	(26.496)
Actius materials (nota 8.a)	128.522	116.838
Actius materials	200.424	182.786
Fons d'amortització	(68.582)	(63.443)
Fons de provisió per a depreciació de l'actiu material	(3.320)	(2.505)
Comptes de periodificació	46.669	25.584
Interessos meritats i no cobrats	43.818	24.039
Despeses pagades per anticipat	2.851	1.545
Altres actius (nota 13)	69.349	20.631
Operacions en curs	15.006	381
Existències	13	13
Opcions adquirides	4.446	4.297
Altres	49.884	15.940
TOTAL ACTIU	3.367.657	3.205.064

Les notes 1 a 22 adjuntes formen part integrant d'aquests estats financers consolidats.

(*) Es presenta, únicament i exclusiva, a efectes comparatius.

Expressats en milers d'euros

PASSIU	2011	2010(*)
INAF (nota 4)	1.034	18.992
Creditors (nota 4)	2.761.020	2.690.281
Bancs i entitats de crèdit	157.653	195.397
Dipòsits de clients	2.603.367	2.494.884
Deutes representats per títols (nota 4)	8.815	23.000
Fons de provisions per a riscos i càrregues (nota 9)	13.581	7.958
Provisions per a pensions i obligacions similars	6.459	5.822
Altres provisions	7.122	2.136
Passius subordinats	-	-
Fons per a riscos generals (nota 11)	2.300	800
Comptes de periodificació	22.993	16.940
Despeses meritades i no pagades	21.313	14.032
Ingressos cobrats per anticipat	1.680	2.908
Altres passius (nota 13)	114.765	31.603
Operacions en curs	17.769	492
Opcions emeses	1.144	1.533
Proveïdors i altres creditors	95.852	29.578
Capital social (nota 11)	78.061	78.061
Capital subscrit	78.061	78.061
Reserves (nota 11)	310.842	296.651
Reserva legal	15.612	15.612
Reserves en garantia	21.619	17.856
Reserves estatutàries	-	-
Reserves voluntàries	131.965	121.150
Reserves de consolidació	8.405	8.792
Reserves de revalorització	63.242	63.242
Primes d'emissió	69.999	69.999
Resultats (notes 10 i 11)	54.246	40.778
Resultat de l'exercici	54.246	40.778
Dividends a compte	-	-
Interessos minoritaris	-	-
TOTAL PASSIU	3.367.657	3.205.064

Les notes 1 a 22 adjuntes formen part integrant d'aquests estats financers consolidats.

(*) Es presenta, únicament i exclusiva, a efectes comparatius.

Comptes d'ordre consolidats al 31 de desembre de 2011 i 2010

Expressats en milers d'euros

COMPTE D'ORDRE	2011	2010(*)
Passius contingents	94.796	107.419
Garanties, caucions, fiances i avals atorgats	94.040	105.511
Crèdits documentaris emesos o rebuts i confirmats als clients	166	173
Acceptació d'efectes i similars	590	1.735
Compromisos i riscos contingents	253.344	261.953
Compromisos i riscos de naturalesa operacional	245.567	254.737
Compromisos i riscos de naturalesa actuarial	7.777	7.216
Operacions de futur (nota 14)	2.805.847	2.357.099
Compravenda no vençuda de divises	1.701.447	1.140.140
Operacions sobre instruments financers a termini	1.104.400	1.216.959
Dipòsits de valors i altres títols en custòdia (nota 18)	5.160.975	6.138.398
Dipòsits de valors i altres títols en custòdia de tercers	4.432.959	5.203.499
Dipòsits de valors i altres títols en custòdia propis	728.016	934.899
Altres comptes d'ordre amb funcions exclusives de control administratiu	1.556.6191	1.607.441
Garanties i compromisos rebuts	1.365.445	1.410.463
Altres comptes d'ordre (nota 19)	191.174	196.978
TOTAL COMPTE D'ORDRE	9.871.581	10.472.310

Les notes 1 a 22 adjuntes formen part integrant d'aquests estats financers consolidats.

() Es presenta, únicament i exclusiva, a efectes comparatius.*

Comptes de pèrdues i guanys consolidats dels exercicis anuals acabats a 31 de desembre de 2011 i 2010

Expressats en milers d'euros

COMPTES DE PÈRDUES I GUANYS	2011	2010(*)
Interessos i rendiments assimilats	79.028	61.743
INAF i intermediaris financers a la vista i a termini	8.590	5.550
D'inversions creditícies	45.284	38.176
D'obligacions i altres títols de renda fixa	25.154	18.017
Interessos i càrregues assimilables	(28.097)	(16.625)
INAF i intermediaris financers	(3.799)	(1.418)
De dipòsits de clients	(24.184)	(14.942)
D'altres	(114)	(265)
Rendiments de valors de renda variable	74	(14)
De participacions en empreses del Grup	74	10
D'altres participacions	-	(24)
D'accions i altres títols de renda variable	-	-
Rendiments nets de societats posades en equivalència	-	-
MARGE FINANCER	51.005	45.104
Comissions per serveis netes	108.687	86.675
Comissions meritàdes per serveis prestats	121.181	94.764
Comissions meritàdes per serveis rebuts	(12.494)	(8.089)
Resultats d'operacions financeres	9.476	9.024
Dotacions netes al fons de fluctuació de valors (nota 7)	(4.447)	(822)
Resultats per diferències de canvi	4.458	4.558
Resultats d'operacions amb valors	8.924	3.933
Resultats d'operacions de futur	(122)	986
Participacions en pèrdues / beneficis de societats posades en equivalència	663	369
Altres resultats ordinaris	1.367	881
MARGE ORDINARI	170.535	141.684
Despeses de personal	(51.021)	(40.078)
Personal, Consell d'Administració i indemnitzacions	(43.541)	(33.298)
Seguretat Social	(3.959)	(4.095)
Altres despeses de personal	(3.521)	(2.685)
Despeses generals	(37.134)	(32.721)
Material	(644)	(240)
Serveis externs	(16.198)	(14.697)
Tributs (nota 20)	(15.741)	(13.749)
Altres despeses generals	(4.551)	(4.035)
Amortitzacions d'actius netes de recuperacions (nota 8)	(11.341)	(10.097)
Dotació al fons d'amortització per a actius immaterials i materials	(11.341)	(10.097)
Provisions per a depreciació d'actius netes de recuperacions (nota 8)	(988)	(327)

Expressats en milers d'euros

MARGE D'EXPLOTACIÓ	70.051	58.461
Provisions per a insolvències netes de recuperacions	(8.771)	(17.882)
Dotacions al fons de provisió per a insolvències (notes 5, 6 i 7)	(9.199)	(19.028)
Recuperacions del fons de provisió per a insolvències	428	1.146
Provisions per a riscos i càrregues netes de recuperacions (nota 9.b)	(5.320)	(881)
Dotacions al fons de provisió per a riscos i càrregues	(6.736)	(881)
Recuperacions del fons de provisió per a riscos i càrregues	1.416	-
Dotacions al fons per a riscos general	-	-
RESULTAT ORDINARI	55.960	39.698
Resultats extraordinaris (nota 13)	(1.714)	1.080
Resultat consolidat	54.246	40.778
Resultats atribuïts a la minoria	-	-
Resultats atribuïts al grup	54.246	40.778

Les notes 1 a 22 adjuntes formen part integrant d'aquests estats financers consolidats.

(*) Es presenta, únicament i exclusiva, a efectes comparatius.

Estats d'Orígens i Aplicació de Fons consolidats corresponents als exercicis anuals acabats el 31 de desembre de 2011 i 2010

Expressats en milers d'euros

ORÍGENS DELS FONS	2011	2010(*)
Recursos generats per les operacions	82.753	71.338
Resultat de l'exercici	54.246	40.778
Dotacions netes al fons de provisió per a insolvències	8.771	17.882
Dotacions netes als fons de depreciació d'actius	988	-
Dotacions netes al fons de fluctuació de valors	4.842	822
Dotacions netes a altres fons (fons de pensions i riscos generals)	963	-
Amortitzacions d'actius materials i immaterials	11.341	11.856
Pèrdua en venda d'immobilitzat	-	-
Pèrdua per venda d'accions pròpies i participacions	-	-
Benefici per venda d'immobilitzat	-	-
Benefici per venda d'accions pròpies i participacions	-	-
Altres	1.602	-
Variació positiva de passius menys actius	-	21.770
INAF i intermediaris financers	-	-
Bancs i Entitats de crèdit (Passiu - Actiu)	-	8.540
Altres intermediaris financers (Passiu - Actiu)	-	-
Altres conceptes	-	13.230
Increment net de passius	108.483	78.185
Creditors: clients	108.483	55.185
Deutes representats per títols	-	23.000
Disminució neta d'actius	4.027	-
Caixa i Bancs centrals de l'OCDE	-	-
Cartera de valors menys participacions	4.027	-
Vendes d'inversions permanents	137	843
Vendes de participacions	-	-
Vendes d'immobilitzat	137	843
Recursos generats per les activitats de finançament	443	35.730
Aportacions externes de capital	-	-
Altres partides de fons propis	443	35.730
TOTAL ORIGEN DELS FONS	195.843	207.866

Les notes 1 a 22 adjuntes formen part integrant d'aquests estats financers consolidats.

() Es presenta, únicament i exclusiva, a efectes comparatius.*

Expressats en milers d'euros

APLICACIÓ DELS FONDS	2011	2010(*)
Recursos aplicats a les operacions	-	1.140
Aplicacions dels altres fons (fons de pensions, ...)	-	1.224
Altres	-	(84)
Variació positiva d'actius menys passius	50.858	157
INAF (Actiu –Passiu)	102	157
Bancs i Entitats de crèdit (Passiu – Actiu)	26.378	-
Altres intermediaris financers (Actiu - Passiu)	-	-
Altres conceptes	24.378	-
Disminució neta de passius	14.185	-
Creditors: clients	14.185	-
Increment net d'actius	59.314	184.060
Caixa i bancs centrals de l'OCDE	26.001	904
Inversions creditícies: Clients	33.313	35.631
Cartera de valors menys participacions	-	147.525
Compres d'inversions permanents	44.455	20.751
Compres de participacions	-	-
Compres d'immobilitzat	44.455	20.751
Recursos aplicats per les activitats de finançament	27.031	1.758
Dividends a compte de l'exercici	-	-
Dividends complementaris de l'exercici anterior	27.031	-
Disminució de reserves	-	1.758
Altres partides de fons propis	-	-
TOTAL APLICACIÓ DELS FONDS	195.843	207.866

Les notes 1 a 22 adjuntes formen part integrant d'aquests estats financers consolidats.

(*) Es presenta, únicament i exclusiva, a efectes comparatius.

Notes als Estats Financers consolidats per a l'exercici anual acabat el 31 de desembre de 2011

1. Activitat

Andorra Banc Agrícola Reig, S.A. és una societat anònima constituïda l'any 1930 segons les lleis andorranes i domiciliada a Escaldes - Engordany (Principat d'Andorra).

El 10 de maig de 2002, en Junta General Extraordinària i Universal es va aprovar la modificació de la seva denominació social fins aleshores Banc Agrícola i Comercial d'Andorra, S.A. per la d'Andorra Banc Agrícola Reig, S.A. (d'ara endavant, ANDBANK o el Banc), amb la corresponent modificació de l'article 1 dels seus Estatuts socials. El Banc té com a objecte social, l'exercici de l'activitat bancària segons està definida per la normativa del sistema financer andorrà. Així mateix podrà realitzar totes quantes operacions i activitats siguin accessòries o complementàries de l'objecte social.

ANDBANK és la societat matriu del Grup Andorra Banc Agrícola Reig, S.A. (d'ara endavant el Grup) en el que s'integren diverses societats detallades a les notes 2.c i 7.

Com a part del sistema financer andorrà, ANDBANK està subjecte a la supervisió de l'Institut Nacional Andorrà de Finances (INAF), autoritat del sistema financer andorrà que exerceix les seves funcions amb independència de l'Administració General, i al compliment de determinada normativa local andorrana (vegeu nota 20).

2. Bases de presentació i principis de consolidació

a. Imatge fidel

Els estats financers consolidats adjunts s'ajusten als models establerts pel Decret pel qual s'aprova el Pla comptable normalitzat del 19 de gener de 2000, que han d'implantar tots els components operatius del sistema financer, publicat en el Butlletí Oficial del Principat d'Andorra Número 5 any 12, de 26 de gener de 2000, i s'han preparat a partir dels registres de comptabilitat d'Andorra Banc Agrícola Reig, S.A. i societats

dependents (d'ara endavant el Grup) a 31 de desembre de 2011, de forma que presenten la imatge fidel del patrimoni, de la situació financera, dels resultats i de l'origen i aplicació del fons consolidat del Grup a la data esmentada.

L'1 de gener de 2009 va entrar en vigor el Pla General de Comptabilitat publicat el 23 de juliol de 2008, si bé aquest Pla no és d'aplicació a les entitats bancàries i altres entitats operatives del sistema financer.

Els estats financers consolidats del Grup així com els de les filials que componen el Grup estan pendents d'aprovació per les respectives Juntes Generals d'Accionistes. No obstant això, la Direcció estima que seran aprovats sense canvis significatius.

Les xifres contingudes en els documents que componen aquests estats financers consolidats estan expressades en milers d'euros.

b. Principis comptables

Per a l'elaboració dels estats financers consolidats s'han seguit els principis comptables generalment acceptats descrits en la nota 3. No hi ha cap principi comptable obligatori amb un efecte significatiu en els estats financers consolidats que s'hagi deixat d'aplicar en la seva elaboració.

c. Principis de consolidació dels estats financers

Els estats financers a 31 de desembre de 2011 objecte de consolidació són els corresponents al Grup que han estat preparats per la Direcció del Banc.

Les societats participades més significatives d'Andorra Banc Agrícola Reig, S.A. a 31 de desembre de 2011 i les seves principals dades societàries són les següents (importos expressats en milers d'euros):

Expressats en milers d'euros.

SOCIETAT	DOMICILI	ACTIVITAT	% PARTI- CIPACIÓ DIRECTA	% PARTI- CIPACIÓ INDIRECTA	SOCIETAT AUDITA- DA	DIVI- DEND A COMPTE	FONS PROPIS	RESUL- TATS
Caronte 2002, S.L.U.	Andorra	Serveis	100%	-	Si	-	35	-
Clau d'Or, S.L.	Andorra	Immobil·lària	100%	-	No	-	30	-
Món Immobiliari, S.L.U.	Andorra	Immobil·lària	100%	-	No	-	27	-
Andorra Gestió Agrícola Reig, S.A.U.	Andorra	Gestora de fons d'inversió	100%	-	Si	-	4.866	3.046
Andbanc Bahamas Limited	Bahames	Entitat bancària	100%	-	Si	-	26.903	2.901
Nobilitas N.V.	Antilles Holandeses	Societat patrimonial	100%	-	No	-	(1.434)	(4.435)
Savand, S.A.U.	Andorra	Serveis Financers	100%	-	Si	-	2.177	12
Andorra Assegurances Agrícola Reig, S.A.U.	Andorra	Assegurances	100%	-	Si	-	3.398	514
AndPrivate Wealth S.A.	Suïssa	Gestora de patrimonis	-	100%	Si	-	3.223	(1.872)
Columbus de México, S.A.	Mèxic	Gestora de patrimonis	-	50%	Si	-	696	98
Quest Capital Advisers, S.A.	Uruguai	Gestora de patrimonis	-	100%	Si	-	200	577
ANDBANK Asset Management Luxembourg	Luxemburg	Gestora de fons d'inversió	-	100%	Si	-	855	(383)
ANDBANK (Luxembourg) S.A.	Luxemburg	Entitat bancària	100%	-	Si	-	17.679	(1.989)
AndPrivate Consulting, S.L.	Espanya	Serveis	100%	-	No	-	(764)	(556)
Andbanc Wealth Management LLC	E.E.U.U.	Serveis Financers	-	100%	No	-	170	(1.902)
APW International Advisors	Illes Verges Britàniques	Gestora de Patrimonis	100%	-	Si	-	302	19
Andbanc Representações Lda	Brasil	Serveis Financers	100%	-	No	-	57	(117)
AND PB Financial Services, S.A.	Uruguai	Oficina de representació	100%	-	No	-	(35)	(102)
Andorra Capital Agrícola Reig BV	Holanda	Societat Instrumental	100%	-	Si	-	32	-
Andbanc (Panamá) S.A.	Panamà	Entitat bancària	100%	-	Si	-	3.691	(362)
ANDBANC Luxembourg Limited Hong Kong	Luxemburg	Oficina de representació	-	100%	No	-	97	-
And Private Wealth (Xile)	Xile	Serveis Financers	-	100%	No	-	-	-
Andbanc Monaco S.A.M.	Monaco	Entitat bancària	100%	-	Si	-	18.734	265
Tonsel Corporation	Belize	Societat Instrumental	100%	-	No	-	(229)	(17)
LLA Participações Ltda	Brasil	Gestora de carteres i organismes d'inversió col·lectiva	51,63%	-	Si	-	47	-

Nobilitas N.V. poseeix la totalitat del capital de la societat Egregia B.V. i el 99% de la societat Zumzeiga Coöperatief. Egregia B.V. poseeix la totalitat del capital de la societat AndPrivate Wealth, S.A. i el 50% de la societat Andprivate Wealth, S.A. (Xile), i Zumzeiga Coöperatief U.A. poseeix la totalitat de capital Quest Capital Advisers, S.A., el total del capital de Andbanc Wealth Management LLC, el 50% de la societat Columbus de México i el 50% restant de la societat Andprivate Wealth, S.A. (Xile). Els contractes de compravenda de Quest Capital Advisers, S.A. i de Columbus de México S.A. inclouen potencials pagaments ajornats en funció dels futurs resultats d'ambdues societats. Per l'exercici 2012 es preveuen pagaments per import de 1.540 i 3.093 milers de dòlars americans als venedors de Quest Capital Advisers, S.A. i Columbus de México, S.A. respectivament. La matriu (Andorra Banc Agrícola Reig, S.A.) manté préstecs a Zumzeiga Coöperatief U.A., a través de Nobilitas N.V., per import de 18.275 milers de dòlars americans que la filial ha utilitzat per la creació i adquisició de les seves companyies dependents.

Andorra Gestió Agrícola Reig, S.A.U. és una societat gestora d'organismes d'inversió comercialitzats per Andorra Banc Agrícola Reig, S.A. Tant la societat gestora com els fons d'inversió estan sotmesos a la supervisió i control de l'INAF.

Andorra Assegurances Agrícola Reig, S.A. és la societat asseguradora del Grup. Aquesta societat, resident a Andorra, té com a activitat principal la gestió d'assegurances de vida vinculades a fons d'inversió (Unit Linked) així com altres assegurances de vida i diversos.

AndPrivate Wealth, S.A. és una societat gestora de carteres amb domicili a Ginebra, resultat de la fusió de la filial suïssa del Grup, constituïda l'any 2002, amb P&P Portfolio Planning, societat adquirida l'any 2007.

Columbus de México, S.A. és una societat gestora de patrimonis que treballa al mercat mexicà i de la qual el Grup va adquirir l'any 2008 el 50% del capital.

Quest Capital Advisers, S.A. és una societat gestora de carteres amb domicili a Montevideo i adquirida pel Grup ANDBANK l'any 2009.

Andbanc Wealth Management LLC és una societat de serveis financers domiciliada als Estats Units i que va ser creada durant l'exercici 2010 com a filial de Zumzeiga Coöperatief.

APW International Advisors, societat domiciliada a BVI, és una societat gestora d'organismes d'inversió que es va incorporar al Grup l'any 2007. APW International Advisors és filial directa d'Andorra Banc Agrícola Reig, S.A.

And PB Financial Services, S.A. és la societat creada per l'establiment de l'oficina de representació del Grup a Uruguai.

Savand, S.A.U. és una societat prestadora de serveis financers a particulars d'Andorra i participada al 100% per Andorra Banc Agrícola Reig, S.A. de forma directa.

Andbanc Bahamas Limited és una entitat bancària que va iniciar la seva activitat l'any 2001 després d'obtenir el 9 de juliol d'aquell any, la llicència a nom de Banc Agrícola (Bahamas) limited - Banking and Trust Licencee. Aquesta entitat està supervisada pel Bank Supervision Department del Central Bank of the Bahamas.

Andbanc (Panama), S.A. és una entitat bancària que va començar la seva activitat l'any 2009 en rebre la llicència bancària internacional per part de la Superintendència de Bancos de Panamà a quina supervisió està sotmesa.

ANDBANK Luxembourg, S.A. és una entitat bancària fundada l'any 2010 que va començar la seva activitat en aquell mateix exercici. Com a entitat bancària domiciliada a Luxemburg, està supervisada per la Commission de Surveillance du Secteur Financier i per la Banque Centrale du Luxembourg. Aquesta entitat va ser definitivament inscrita per part de l'INAF amb data 5 de maig de 2011. ANDBANK Luxembourg Limited Hong Kong és una societat creada durant l'any 2010 destinada a prestar serveis d'oficina de representació i partici-

pada al 100% per ANDBANK Luxembourg, S.A. Es tracta de la primera societat del Grup en territori asiàtic.

En data 26 de desembre de 2011, ANDBANK Luxembourg, S.A. ha rebut l'autorització, condicionada al compliment del procediment establert, per part del Banco de España a iniciar les activitats bancàries en aquell país a través de la seva sucursal ANDBANK Luxembourg S.A., Sucursal en España.

ANDBANK Asset Management Luxembourg és una societat gestora d'organismes d'inversió domiciliada a Luxembourg fundada pel Grup ANDBANK l'any 2009 dins del seu procés d'internacionalització i supervisada per la Commission de Surveillance du Secteur Financier. Aquesta societat ha estat adquirida per ANDBANK Luxembourg, S.A. durant el present exercici, pel seu valor teòric comptable sense generar cap resultat a Andorra Banc Agrícola Reig, S.A.

Andorra Capital Agricol Reig, BV és una societat resident a Holanda, creada l'any 2010, que emet títols de renda fixa comercialitzats pel Grup.

L'entitat gestora de patrimonis AndPrivate Wealth, S.A. i la societat Andbanc Representações Lda. són societats amb la voluntat de prestar serveis financers a residents a Xile i Brasil, respectivament.

Andbanc (Monaco), S.A.M. és una entitat bancària adquirida pel Grup durant el present exercici. Aquesta entitat, domiciliada a Mònaco, està supervisada per la Banque de France i per l'Autorité de Contrôle Prudentiel, així com per la Commission de Contrôle des Activités Financières. El 100% de les seves accions van ser adquirides pel Grup ANDBANK el 30 de juny de 2011.

LLA Participações Ltda és la societat holding d'un grup de societats gestores de carteres i societats gestores d'organismes d'inversió col·lectiva. El 51,63% de les accions de la societat holding van ser adquirides pel Grup ANDBANK el 25 d'octubre de l'any 2011. Aquesta entitat es troba pendent de la inscripció definitiva per part de l'INAF a la data de tanca-

ment d'aquests comptes.

Tonsel és la societat patrimonial tenedora de les participacions de les societats Mangusta Antilles HDG NV (de manera directa al 100%) i de Balistes BV i Mangusta Amsterdam BV (de manera indirecta al 100%).

Adicionalment el Grup manté el 100% del capital en diferents societats de serveis diferenciats de l'activitat principal del Grup domiciliades a Andorra (Caronte 2002, S.L.U., Clau d'Or, S.L. i Món Immobiliari, S.L.U.) i a Espanya (AndPrivate Consulting, S.L.).

D'altra banda, el Grup manté compromisos relacionats amb l'expansió internacional per import de 1.624 milers d'euros a 31 de desembre de 2011.

Les societats del Grup que han estat inscrites als registres de l'INAF i que han començat les seves activitats després del 31 de desembre de 2010 han estat les següents:

SOCIETATS DEL GRUP AMB INICI D'ACTIVITATS DURANT L'ANY 2011	DATA INSCRIPCIÓ INAF
Andbanc (Monaco), S.A.M.	9 de novembre de 2011
LLA Participações, Ltda	Pendent inscripció definitiva

Les societats Clau d'Or, S.L. i Món Immobiliari, S.L.U. no es consoliden per la seva escassa importància relativa respecte les dades agregades del Grup.

La definició del Grup s'ha efectuat d'acord amb el Decret pel qual s'aprova el Pla comptable normalitzat del 19 de gener de 2000 del Govern Andorrà.

Els mètodes de consolidació emprats han estat els següents:

- Integració global per a les següents societats: Andorra

Gestió Agrícola Reig S.A., Andbanc Bahamas Limited, Nobilitas N.V., Egregia, B.V., Zumzeiga Coöperatief, AndPrivate Wealth S.A., APW International Advisors, Andbanc Representações Lda, AND PB Financial Services, Andbanc Wealth Management LLC, AndPrivate Consulting, S.L., ANDBANC Luxembourg Limited Hong Kong, Savand S.A.U., Caronte 2002 S.L.U., Andorra Capital Agrícola Reig, B.V., Quest Capital Advisers S.A., ANDBANK Asset Management Luxembourg, Andbanc (Panamá) S.A., AndPrivate Wealth S.A. (Xile), ANDBANK (Luxembourg), S.A., Tonsel Corporation i Andbanc (Monaco), S.A.M.

- Integració proporcional per la societat Columbus de México, S.A. i LLA Participações.
- Posada en equivalència per Andorra Assegurances Agrícola Reig, S.A.U.

El mètode d'integració global consisteix bàsicament en la incorporació al balanç de la societat dominant, de tots els béns, drets i obligacions que componen el patrimoni de les societats dependents, i al compte de pèrdues i guanys, de tots els ingressos i despeses que concorren en la determinació dels resultats de les societats dependents. Es consoliden per aquest mètode totes les participacions de les que es posseeix un percentatge de participació superior al 50%, la seva activitat no està diferenciada de la pròpia del Banc i constitueixen conjuntament amb aquest una unitat de decisió.

Per a l'aplicació de la integració proporcional, la incorporació dels elements del balanç i del compte de pèrdues i guanys de la participada a consolidar es fa en la proporció del capital que representa la participació, sense perjudici de les homogeneïtzacions pertinents. Per a la resta, el procés és similar al d'integració global. Es consoliden per aquest mètode les societats multi-grup i amb activitat no diferenciada.

El mètode de posada en equivalència consisteix en substituir el valor comptable pel qual una inversió figu-

ra en els comptes d'actiu, per l'import corresponent al percentatge que, dels fons propis de la societat participada, li correspongui. El resultat aportat per les societats consolidades per posada en equivalència s'ha integrat en el compte de pèrdues i guanys consolidat. S'han consolidat aquelles societats dependents en les quals la participació directa i/o indirecta d'Andorra Banc Agrícola Reig, S.A. en el seu capital social és igual o superior al 20%, no superant el 50%, o tot i ser superior al 50%, la seva activitat està diferenciada de la pròpia del Banc.

Tots els saldos i transaccions significatives entre les societats consolidades han estat eliminats en la consolidació dels estats financers.

En els estats financers individuals de les societats que formen part del perímetre de consolidació s'han fet les homogeneïtzacions comptables necessàries per dur a terme la consolidació.

3. Comparació de la informació, principis comptables i criteris de valoració aplicats

Principis comptables i criteris de valoració aplicats

Els principis comptables i criteris de valoració aplicats són els següents:

a. Principi de la meritació

Com a norma general, els ingressos i les despeses es registren en funció del seu flux real, amb independència del flux monetari o financer que se'n deriva. Es comptabilitzen tots els ingressos meritats i les despeses produïdes o meritades, menys els interessos meritats dels riscos dubtosos i molt dubtosos que només es registren quan es cobren efectivament.

b. Principi de registre

Tots els drets i obligacions del Grup, inclosos els de caràcter futur o contingent, es registren en el mateix moment en que s'originen, ja sigui en comptes patrimonials o en comptes d'ordre, segons correspongui.

Igualment es comptabilitzen tan aviat com es coneixen les alteracions o transformacions de valor dels anteriors drets i obligacions.

Segons la pràctica bancària, les transaccions es registren en la data en què es produeixen, la qual pot ser diferent de la seva data valor corresponent, que es pren com a base per al càlcul dels ingressos i les despeses per interessos.

c. Valoració dels comptes en divises

Els actius i passius en altres monedes diferents de l'euro, així com les operacions de compravenda de divises al comptat contractades no vençudes, que són de cobertura, s'han convertit a euros utilitzant els tipus de canvi de mercat vigents, a la data del Balanç de Situació.

El benefici o la pèrdua resultant de la conversió esmentada i els resultats de les operacions en divises realitzades durant l'exercici es registren íntegrament pel net com a resultats d'operacions financeres en el Compte de Pèrdues i Guanyos consolidat.

En referència a la compravenda de divises a termini es valoren segons la cotització de l'últim dia hàbil de tancament del Balanç de Situació pel termini residual de l'operació. Els beneficis o les pèrdues per les diferències de canvi originades es registren íntegrament pel net en el Compte de Pèrdues i Guanyos consolidat.

La resta de Comptes d'Ordre en divisa es presenten convertits a euros utilitzant els tipus de canvi dels mercats internacionals, segons la cotització del darrer dia hàbil de tancament del Balanç de Situació.

Els productes i despeses en moneda estrangera, es converteixen a euros a les cotitzacions prevalents en el moment de registrar les operacions.

Els actius, passius i resultats de l'exercici de les societats dependents en altres monedes diferents de l'euro, s'han convertit a euros utilitzant els tipus de canvi de mercat vigents a la data del Balanç de Situació.

d. Fons de provisió per a insolvències

El fons de provisió per a insolvències té com a objecte cobrir les pèrdues que puguin produir-se en la recuperació de tots els riscos de crèdit. Els fons que constitueixen la cobertura d'insolvències són l'específic, el genèric i el de risc país.

La provisió d'insolvències, d'acord amb el pla comptable del sistema financer andorrà, es calcula segons els següents criteris:

- La provisió específica, corresponent a tota classe d'actius i partides de comptes d'ordre, es determina a partir d'estudis individualitzats de la qualitat dels riscos contractats amb els principals deutors i prestataris, basats principalment en funció de les garanties i del temps transcorregut des del venciment impagat.
- La provisió genèrica estableix una dotació d'un 0,5% de les inversions creditícies netes i títols de renda fixa d'entitats bancàries i l'1% de les inversions creditícies netes a clients i títols de renda fixa, excepte per la part coberta per garanties dineràries contractualment pignorades i els riscos amb garantia pignoratícia de valors cotitzats, amb el límit del valor de mercat d'aquests valors, els crèdits i préstecs hipotecaris i els títols sobre les administracions centrals d'Andorra i dels països de l'OCDE o expressament garantits per aquests organismes.
- La provisió de risc país es determina mitjançant l'anàlisi consolidada dels esmentats riscos amb criteris de màxima prudència que determinin les cobertures ne-

cessàries. Es consideren per a l'apreciació global del risc l'evolució de la balança de pagaments, nivell d'endeutament, càrregues al servei del deute, cotitzacions dels deutes en mercats secundaris internacionals i d'altres indicadors i circumstàncies del país.

Des de l'exercici 2010, en compliment del Comunicat Tècnic de l'INAF 198/10 s'encarrega a experts independents la renovació de les taxacions de les garanties hipotecàries de la cartera d'inversió creditícia constituïnt les provisions d'insolvències addicionals necessàries en funció dels resultats de les taxacions (vegeu Nota 6).

e. Cartera de valors

Els valors que constitueixen la cartera de valors del Grup es presenten, atesa la seva classificació, segons els criteris següents:

- La **cartera de negociació** recull els valors adquirits amb la finalitat d'ésser venuts en un curt termini de temps. Els valors assignats en aquesta cartera es presenten al seu preu de cotització al tancament de l'exercici o, si no n'hi ha, al calculat per un expert independent. Les diferències que es produeixen per les variacions de valoració es registren (sense incloure el cupó corregut dels títols de renda fixa) pel net, segons el seu signe, en el capítol Resultat d'operacions financeres del Compte de Pèrdues i Guanys consolidat adjunt de l'exercici.
- Els valors assignats a la **cartera d'inversió a venciment**, que està integrada per aquells valors que el Banc ha decidit mantenir fins al venciment final dels títols, es presenten al seu preu d'adquisició corregit (el preu d'adquisició es corregeix mensualment per l'import resultant de periodificar financerament la diferència entre el preu d'adquisició i el valor de reembossament). El resultat d'aquesta periodificació, juntament amb els cupons meritats, es registren a l'epígraf Interessos i rendiments assimilats del compte de Pèrdues i Guanys consolidat adjunt de l'exercici.

Els resultats de les alienacions que es puguin produir es porten al Compte de Pèrdues i Guanys com a Resultat extraordinari, però en cas de guany es periodifica linealment al llarg de la vida residual del valor venut a l'epígraf resultats d'operacions amb valors.

Per aquest tipus de cartera no cal constituir provisió com a fons de fluctuació de valors per les variacions entre el valor de mercat i el preu d'adquisició corregit. No obstant, es registren dins del compte de pèrdues i guanys de l'exercici les pèrdues de valor irreversibles.

Dintre d'aquesta cartera es registren els títols de renda fixa i fons no cotitzats adquirits en 2008 als Fons Monetaris gestionats per Andorra Gestió Agrícola Reig, S.A.U. D'acord amb l'autorització de l'INAF de 26 de gener de 2009 aquests títols van ser integrats a la cartera de venciment del Banc al valor de mercat calculat per un expert independent. Aquest preu d'incorporació es mantindrà fins al venciment dels títols. En aquesta cartera, les plusvàlues generades s'abonen a reserves voluntàries mentre que, en cas de necessitat de sanejaments, s'haurien de carregar al compte de pèrdues i guanys.

- La **cartera de participacions permanents** engloba les inversions de renda variable efectuades en les Filials i Participades que formen el Grup que s'han consolidat per posada en equivalència, així com les participacions minoritàries en societats l'activitat de les quals és complementària a l'activitat financera i que estan destinades a servir de manera continuada a les activitats del Banc. Aquestes últimes estan registrades al preu d'adquisició. Si aquest valor és superior al valor teòric comptable, s'efectua provisió per la diferència amb càrrec al Compte de Pèrdues i Guanys consolidat.
- La **cartera d'inversió ordinària** recull els valors de renda fixa o variable no classificats en les carteres anteriors. Els valors de renda fixa es comptabilitzen pel seu preu d'adquisició corregit (es periodifica financerament la diferència entre el preu d'adquisició i el valor de reem-

bossament). Per a les pèrdues potencials netes per fluctuació de les cotitzacions o, si no n'hi ha, per la variació del valor calculat per un expert independent, es dota un fons de fluctuació amb càrrec al Compte de Pèrdues i Guanys, igual a la suma de les diferències positives i negatives, fins al límit de les negatives.

Els títols de renda variable inclosos en la cartera ordinària es registren en el Balanç de Situació consolidat pel seu preu d'adquisició o al seu valor de mercat, el menor. El valor de mercat s'ha determinat d'acord amb els criteris següents:

- Títols cotitzats: cotització del darrer dia hàbil de l'exercici.
- Títols no cotitzats: valor teòric comptable de la participació obtingut a partir del darrer Balanç de Situació disponible.

Per tal de reconèixer les minusvàlues corresponents, s'ha constituït un fons de fluctuació de valors que es presenta disminuint l'actiu del Balanç de Situació consolidat adjunt.

f. Diferències positives de consolidació

L'apartat "Diferències positives de consolidació" mostra les diferències de consolidació que es van originar en l'adquisició d'accions de societats consolidades pels mètodes d'integració global, integració proporcional o posada en equivalència (vegeu nota 8.b.).

Aquestes diferències s'amortitzen linealment en un període màxim de 5 anys (el termini es pot veure ampliat a 10 anys prèvia sol·licitud motivada a l'INAF).

Les adquisicions de Columbus de México, S.A. l'abril de 2008, de Quest Capital Advisers, S.A. el desembre de 2009 i d'Andbanc (Monaco), S.A.M. el juny de 2011 van generar un fons de comerç de consolidació de 3.572, 13.556 i 11.347

milers d'euros respectivament. Aquests actius, segons autoritzacions de l'INAF de 10 de setembre de 2009, 2 d'agost de 2010 i 10 de novembre de 2011 respectivament, amb l'objectiu d'aconseguir una millor correlació d'ingressos i despeses, van veure ampliat el seu termini d'amortització a 10 anys a comptar des del moment de l'adquisició. D'altra banda, l'adquisició de la societat LLA Participações Ltda. el mes d'octubre de l'any 2011 va generar un fons de comerç de consolidació de 10.482 milers d'euros.

Tant les diferències positives de consolidació com els fons de comerç generats en l'adquisició de filials, queden cobertes en tot moment per reserves voluntàries iguals al seu valor pendent d'amortitzar (vegeu nota 11.b.).

g. Immobilitzat material i immaterial

L'immobilitzat es mostra, en general, al seu valor de cost deduïda l'amortització acumulada corresponent, la qual s'efectua pel mètode lineal segons uns percentatges que s'estimen adequats per tal de tenir valorat l'immobilitzat al seu valor residual a la fi de la seva vida útil.

Els tipus d'amortització emprats han estat:

	PERCENTATGE ANUAL
Edificis d'ús propi	3%
Instal·lacions i maquinària	10%
Mobiliari i maquinària d'oficina	20%
Equips informàtics	20-33%
Aplicacions informàtiques	20%
Vehicles	20%

El cost dels actius multipropietat de l'immobilitzat immaterial s'amortitza linealment en un període igual a la vida residual del contracte de referència.

En el cas de que els actius, pel seu ús, utilització o obsolescència, pateixin depreciació irreversible, es comptabilitza directament la pèrdua i disminució del valor del bé corresponent.

L'amortització de les obres i instal·lacions activades en relació a actius llogats s'amortitzen d'acord amb la seva vida útil estimada, amb el límit de duració del contracte d'arrendament en vigor.

Tal i com s'indica a la nota 8, els immobles afectes a l'explotació adquirits o construïts abans del 30 de novembre de 2008 varen ser revaloritzats en aquella data, havent-se constituït una reserva de revaloració en aquell moment per la diferència entre el valor estimat de mercat i el cost d'adquisició, net de l'amortització acumulada (vegeu notes 8 i 11). Quan es produeix una baixa d'aquests actius, els corresponents imports reconeguts en la reserva de revaloració poden ser traspassats, si escau, directament a reserves voluntàries.

h. Immobilitzat material aliè a l'explotació

L'immobilitzat aliè a l'explotació inclou els elements no afectes directament a l'activitat bancària, així com els actius adjudicats.

Els elements no afectes a l'activitat bancària inclouen terrenys, immobles, instal·lacions i mobiliari que es valoren al seu cost d'adquisició i s'amortitzen en la seva vida útil estimada en els mateixos percentatges que l'immobilitzat afecte a l'explotació.

Els actius adjudicats inclouen terrenys i immobles que es valoren al cost d'adjudicació o al seu preu de mercat si aquest fos inferior, deduïdes les provisions determinades pel calendari marcat per la normativa vigent.

i. Derivats financers

El Banc ha utilitzat aquests instruments de manera limitada tant en operacions de cobertura de les seves posicions patrimonials, com en altres operacions.

S'inclouen com a Comptes d'Ordre les operacions denominades de futur per la normativa de l'Institut Nacional Andorrà de Finances associades al risc de canvi, d'interès, de mercat o

de crèdit i en concret:

- Les compravendes de divises no vençudes i permutes financeres de monedes es comptabilitzen en virtut del termini del seu venciment, comptat o termini, segons si és inferior o superior a dos dies hàbils.
- Els acords sobre tipus d'interès futurs (FRA), permutes financeres d'interessos i altres contractes de futur contractats fora de mercats organitzats es comptabilitzen pel principal de l'operació.

Les operacions que han tingut per objecte i per efecte eliminar o reduir significativament els riscos de canvi, d'interès o de mercat, existents en posicions patrimonials o en altres operacions, s'han considerat com de cobertura. En aquestes operacions de cobertura, els beneficis o crebants generats s'han periodificat de forma simètrica als ingressos o costos de l'element cobert.

Les operacions que no siguin de cobertura, també denominades operacions de negociació, contractades en mercats reglamentats, s'han valorat d'acord amb la seva cotització. Les pèrdues o els beneficis resultants de les variacions en les cotitzacions s'han registrat íntegrament en el Compte de Pèrdues i Guanyos consolidat en funció de la seva liquidació diària.

Els resultats de les operacions de negociació contractades fora d'aquests mercats reglamentats no es reconeixen com a realitzats en el Compte de Pèrdues i Guanyos consolidat fins a la seva liquidació efectiva. No obstant això, s'han efectuat valoracions de les posicions i s'han provisionat amb càrrec a resultats les pèrdues potencials netes per a cada classe de risc que, si s'escau, hagin resultat d'aquestes valoracions. Les classes de riscos que es consideren a aquests efectes són el de tipus d'interès (per divisa), el de preu (per emisor) de mercat i el de canvi (per divisa).

j. Fons per a riscos generals

La provisió per a riscos generals inclou els imports que el Grup estima adient per a la cobertura dels riscos generals i es destina a cobrir riscos inherents a l'activitat bancària i financera.

Les dotacions al fons es reflecteixen a la partida Dotacions al fons per a riscos generals del Compte de Pèrdues i Guanys consolidat i les recuperacions a la partida corresponent dins de Resultats extraordinaris.

k. Periodificació d'interessos

El Grup calcula pel mètode financer (és a dir, en funció del tipus intern de rendibilitat o cost que resulti) la periodificació d'interessos, tant d'actiu com de passiu, amb terminis superiors a 12 mesos.

Per a les operacions de termini inferior a 12 mesos, el Grup pot escollir entre aquest mètode i el de periodificació lineal.

l. Provisions per a riscos i càrregues

Provisions per a pensions i obligacions similars

El Banc té registrades obligacions amb personal per diversos conceptes: obligacions amb jubilats, obligacions amb prejubilat i fons de pensions intern d'aportació definida per empleats en actiu al Banc.

El personal provinent de l'anteriorment anomenat Banc Agrícola i Comercial d'Andorra, S.A. jubilat amb anterioritat al 22 de desembre del 1995, gaudeix d'un sistema de pensions de jubilació creat l'any 1989, de prestació definida. Els empleats incorporats després de l'1 de maig de 1995, a excepció de determinats col·lectius amb un sistema d'aportació definida, no gaudeixen de cap sistema de pensions de jubilació.

En exercicis anteriors, el Banc va signar amb diversos empleats acords de prejubilitació individuals.

Pels pactes expressos realitzats amb personal jubilat, el Banc està obligat a efectuar retribucions complementàries. Per les obligacions concretes a 31 de desembre de 2011 hi ha constituït un fons per import de 817 milers d'euros. Així mateix, pel personal prejubilat hi ha constituït a 31 de desembre de 2011 un fons intern per un import de 608 milers d'euros que coincideix amb l'import de les obligacions meritades a aquesta data.

Les variables actuàries i altres hipòtesis utilitzades en la valoració a 31 de desembre de 2011 per al personal jubilat i prejubilat, són les següents:

	JUBILATS	PREJUBILATS
Taules de supervivència	GRMF-95	GRMF-95
Taxa nominal d'actualització	3,5%	3,5%
Taxa nominal de creixement salarial	-	1,6%
Taxa anual de creixement de les pensions	1,6%	-
Edat de jubilació	-	65

L'import de les dotacions al fons de pensions intern del personal en actiu de l'exercici 2011 es va establir en un 1,6% de revalorització respecte les aportacions de l'any 2010, i una taxa d'interès de l'1,5% l'any 2011 per als empleats que mantenen el fons dins del Balanç de Situació (veure nota 9).

Pel que fa al personal en actiu afecte al pla de pensions d'aportació definida, els empleats que ho sol·licitin poden mobilitzar el seu fons de pensions a plans d'inversió gestionats pel Banc fora del Balanç de Situació (veure nota 9). A 31 de desembre de 2011 els saldos gestionats fora de balanç eren de 1.318 milers d'euros, mentre que els fons interns estaven registrats a l'epígraf "Fons de provisions per a riscos i càrregues", per import de 4.659 milers d'euros.

Altres provisions

Aquest epígraf de Balanç inclou el registre derivat de la valoració de tots els derivats de negociació, contractats en mercats no reglamentats, dels quals el Banc és contrapartida (veure nota 3.i).

4. Venciment residual d'actius i passius

El desglossament per venciments de les Inversions creditícies brutes, dels saldos creditors i dels saldos en Bancs i entitats de crèdit bruts a 31 de desembre de 2011 i 2010 és el següent:

2011	VENÇUT	FINS A 1 MES	D'1 A 3 MESOS	DE 3 MESOS A 1 ANY	D'1 ANY A 5 ANYS	MÉS DE 5 ANYS	SENSE VENCIMENT	TOTAL
Bancs i entitats de crèdit i altres intermediaris financers	-	-	9.000	-	-	-	403.082	412.082
Préstecs i crèdits a clients	17.642	132.302	152.573	342.493	481.986	444.677	5.610	1.577.283
Descoberts en comptes de clients	45.145	-	-	-	-	-	77.587	122.732
Cartera d'efectes de clients	-	4.743	1.316	720	5.036	-	-	11.815

2010	VENÇUT	FINS A 1 MES	D'1 A 3 MESOS	DE 3 MESOS A 1 ANY	D'1 ANY A 5 ANYS	MÉS DE 5 ANYS	SENSE VENCIMENT	TOTAL
Bancs i entitats de crèdit i altres intermediaris financers	-	21.440	9.000	-	-	-	393.009	423.449
Préstecs i crèdits a clients	30.321	106.232	32.052	335.105	547.855	461.004	-	1.512.569
Descoberts en comptes de clients	47.679	-	-	-	-	-	63.319	110.998
Cartera d'efectes de clients	2	4.692	2.248	1.369	3.150	2.500	-	13.961

A continuació es desglossa la subpartida del capítol Obligacions i altres títols de renda fixa de l'actiu del Balanç de Situació consolidat adjunt a 31 de desembre de 2011 i 2010, en funció dels venciments residuals:

2011	VENÇUT	FINS A 1 MES	D'1 A 3 MESOS	ENTRE 3 MESOS I 1 ANY	D'1 ANY A 5 ANYS	MÉS DE 5 ANYS	SENSE VENCIMENT	TOTAL
Obligacions i altres títols de renda fixa	20.971	10.937	115.759	158.711	260.053	355.851	-	922.282

2010	VENÇUT	FINS A 1 MES	D'1 A 3 MESOS	ENTRE 3 MESOS I 1 ANY	D'1 ANY A 5 ANYS	MÉS DE 5 ANYS	SENSE VENCIMENT	TOTAL
Obligacions i altres títols de renda fixa	20.006	8.227	53.941	42.854	334.555	405.193	-	864.776

Els venciments dels dipòsits de l'INAF i dels saldos creditors a 31 de desembre de 2011 i 2010, són els següents:

2011	VENÇUT	FINS A 1 MES	D'1 A 3 MESOS	DE 3 MESOS A 1 ANY	D'1 ANY A 5 ANYS	MÉS DE 5 ANYS	SENSE VENCIMENT	TOTAL
INAF	-	72	-	811	-	-	151	1.034
Bancs i entitats de crèdit i altres intermediaris financers	-	2.492	14.251	46.746	-	51.738	42.426	157.653
Dipòsits de clients	-	436.231	222.094	475.873	111.753	4.905	1.352.511	2.603.367
Deutes representats per títols	-	-	-	-	8.815	-	-	8.815

2010	VENÇUT	FINS A 1 MES	D'1 A 3 MESOS	DE 3 MESOS A 1 ANY	D'1 ANY A 5 ANYS	MÉS DE 5 ANYS	SENSE VENCIMENT	TOTAL
INAF	-	18.151	-	601	-	-	240	18.992
Bancs i entitats de crèdit i altres intermediaris financers	-	23.076	2.849	103	-	161.918	7.451	195.397
Dipòsits de clients	-	236.610	284.847	446.888	270.497	1.538	1.254.504	2.494.884
Deutes representats per títols	-	-	-	-	23.000	-	-	23.000

El detall per divisa de les Inversions creditícies brutes, dels saldos creditors i la Cartera de valors bruta a 31 de desembre de 2011 i 2010, és el següent:

2011	EUROS	RESTA DE DIVISES	TOTAL
Bancs i entitats de crèdit i altres intermediaris financers	180.515	231.567	412.082
Préstecs i crèdits	1.449.779	127.504	1.577.283
Descoberts en comptes de clients	78.233	44.499	122.732
Cartera d'efectes de clients	11.774	41	11.815
Cartera de valors	877.078	76.159	953.237

2010	EUROS	RESTA DE DIVISES	TOTAL
Bancs i entitats de crèdit i altres intermediaris financers	196.913	226.536	423.449
Préstecs i crèdits	1.385.345	127.224	1.512.569
Descoberts en comptes de clients	62.820	48.178	110.998
Cartera d'efectes de clients	13.960	1	13.961
Cartera de valors	876.192	81.467	957.659

Pel que fa als dipòsits de l'INAF i dels saldos creditors dels Balanços de Situació consolidats adjunts, el detall per divisa a 31 de desembre de 2011 i 2010 és el següent:

2011	EUROS	RESTA DE DIVISES	TOTAL
INAF	1.034	-	1.034
Bancs i entitats de crèdit i altres intermediaris financers	99.349	58.304	157.653
Dipòsits de clients	1.957.392	645.975	2.603.367
Deutes representats per títols	8.815	-	8.815

2010	EUROS	RESTA DE DIVISES	TOTAL
INAF	18.992	-	18.992
Bancs i entitats de crèdit i altres intermediaris financers	171.110	24.287	195.397
Dipòsits de clients	1.973.565	521.319	2.494.884
Deutes representats per títols	23.000	-	23.000

L'apartat "Deutes representats per títols" inclou les emissions de títols de renda fixa fetes per Andorra Capital Agrícola Reig, B.V. Es tracta de dues emissions realitzades durant l'any 2010 amb data de venciment 2013 i tipus d'interès flotant. Ambdues emissions estan compostades per títols de renda fixa estructurats.

5. Intermediaris financers a la vista i bancs i entitats de crèdit

El saldo d'aquest epígraf a 31 de desembre de 2011 i 2010 es desglossa de la forma següent:

	2011	2010
Comptes Corrents		
Bancs i entitats de crèdit	403.082	393.009
Altres intermediaris financers	-	-
	403.082	393.009
Dipòsits a termini		
Bancs i entitats de crèdit	9.000	30.440
Altres intermediaris financers	-	-
	412.082	423.449
Menys, fons de provisió per a insolvències	(266)	(152)
	411.816	423.297

El moviment del fons de provisió per a insolvències durant l'exercici 2011 es detalla com segueix:

	RISCOS ESPECÍFICS	RISCOS GENÈRICS	TOTAL
Saldo a 31 de desembre de 2010	-	152	152
Dotacions	-	114	114
Aplicacions	-	-	-
Recuperacions	-	-	-
Saldo a 31 de desembre de 2011	-	266	266

A 31 de desembre de 2011, en els epígrafs d'Intermediaris financers a la vista i Bancs i entitats de crèdit no hi ha partides vençudes ni dubtoses.

6. Inversions creditícies

El detall d'aquest capítol dels Balanços de Situació consolidats adjunts a 31 de desembre de 2011 i 2010, per situació del crèdit i tipus de garantia és el següent:

2011				
Situació del crèdit	Normal	Vençut	Dubtós	Total
Préstecs i crèdits a clients	1.559.641	2.745	14.897	1.577.283
Descoberts en comptes de clients	77.587	127	45.018	122.732
Cartera d'efectes de clients	11.815	-	-	11.815

2010				
Situació del crèdit	Normal	Vençut	Dubtós	Total
Préstecs i crèdits a clients	1.482.248	14.650	15.671	1.512.569
Descoberts en comptes de clients	63.319	708	46.971	110.998
Cartera d'efectes de clients	13.959	-	2	13.961

2011					
Tipus de garantia	Hipotecària	Dinerària	Valors	Garantia personal i altres	Total
Préstecs i crèdits a clients	828.979	79.568	337.382	331.354	1.577.283
Descoberts en comptes de clients	31.576	-	71.849	19.307	122.732
Cartera d'efectes de clients	-	-	-	11.815	11.815

2010					
Tipus de garantia	Hipotecària	Dinerària	Valors	Garantia personal i altres	Total
Préstecs i crèdits a clients	837.605	26.471	285.386	363.107	1.512.569
Descoberts en comptes de clients	30.408	-	51.481	29.109	110.998
Cartera d'efectes de clients	-	-	-	13.961	13.961

El capítol d'Inversions creditícies a 31 de desembre de 2011 inclou els crèdits en què s'han iniciat accions judicials per un import de 45.728 milers d'euros.

El moviment durant l'exercici 2011 de la provisió per a insolvències ha estat el següent:

	RISCOS ESPECÍFICS	RISCOS GENÈRICS	TOTAL
Saldo a 31 de desembre de 2010	22.255	4.048	26.303
Dotació	8.175	438	8.613
Recuperacions	-	(428)	(428)
Utilitzacions	(6.930)	(145)	(7.075)
Altres	281	-	281
Saldo a 31 de desembre de 2011	23.781	3.913	27.694

La dotació de l'exercici 2011 inclou l'efecte derivat de l'actualització de les garanties hipotecàries esmentada a la Nota 3.d, per import de 1.994 milers d'euros.

A continuació es detallen les inversions creditícies amb entitats del sector públic a 31 de desembre de 2011 i 2010, les quals corresponen en la seva totalitat a préstecs i crèdits:

	2011	2010
Administracions centrals	56.650	51.300
Administracions locals	36.417	41.408
Entitats parapúbliques	9	2
	93.076	92.710

7. Cartera de valors

a. Obligacions i altres títols de renda fixa

La composició d'aquest capítol a 31 de desembre de 2011 i 2010 és la següent:

	2011	2010
Deute públic del Principat d'Andorra (veure nota 20)	55.506	55.506
Deute públic dels països de l'O.C.D.E.	365.457	352.049
Altres obligacions i títols negociables de renda fixa (*)	501.319	457.221
	922.282	864.776

(*) Inclou 123.186 milers d'euros corresponents a títols de renda fixa no cotitzats (76.156 corresponents a notes estructurades de tipus d'interés i la resta a notes de crèdit) adquirits als fons d'inversió monetaris gestionats pel Grup (vegeu Nota 3e).

A 31 de desembre de 2011 el Grup no té posicions en títols de deute grec.

b. Participacions en empreses del Grup

El detall de les Participacions en empreses del Grup a 31 de desembre de 2011 i 2010 és el següent:

2011	DOMICILI	% PARTICIPACIÓ DIRECTA	CAPITAL	RESULTAT DE L'EXERCICI	DIVIDEND DE L'EXERCICI	TOTAL FONTS PROPIS	VALOR PATRIMONIAL NET DE LA PARTICIPACIÓ
Clau d'Or, S.L. (Immobil·lària)	Andorra	100%	30	-	-	30	30
Mon Immobiliari, S.L.U. (Immobil·lària)	Andorra	100%	30	-	-	27	7
Participacions en empreses del grup consolidades per posada en equivalència (vegeu nota 2)						-	3.398
Altres participacions						-	88
							3.523

2010	DOMICILI	% PARTICIPACIÓ DIRECTA	CAPITAL	RESULTAT DE L'EXERCICI	DIVIDEND DE L'EXERCICI	TOTAL FONTS PROPIS	VALOR PATRIMONIAL NET DE LA PARTICIPACIÓ
Clau d'Or, S.A. (immobil·lària)	Andorra	10%	30	(1)	-	29	29
Mon Immobiliari, S.A. (immobil·lària)	Andorra	100%	30	(4)	-	26	3
Participacions en empreses del grup consolidades per posada en equivalència (vegeu nota 2)						-	3.045
Altres participacions							76
							3.153

El detall de les Participacions en empreses del Grup consolidades per posada en equivalència a 31 de desembre de 2011 és el següent:

	% PARTICIPACIÓ DIRECTA	CAPITAL	VALOR PATRIMONIAL NET DE LA PARTICIPACIÓ	TOTAL FONTS PROPIS	DIVIDENDS EN 2011
Andorra Assegurances Agrícol Reig, S.A. (asseguradora)	100%	2.404	3.398	3.398	145

c. Altres participacions

El capítol d'Altres participacions recull les inversions en accions de societats en les que no es posseeix majoria del capital ni poder de decisió.

Les participacions a 31 de desembre de 2011 y 2010 són les següents:

2011							
DENOMINACIÓ SOCIAL I ACTIVITAT	DOMICILI	PARTICIPACIÓ DIRECTA	CAPITAL SUBSCRIT	TOTAL DE FONS PROPIS	BENEFICI DE L'EXERCICI	DIVIDENDS DE L'EXERCICI	VALOR PATRI-MONIAL NET DE LA PARTI-CIPACIÓ
Túnel d'Envalira, S.A. (infraestructures)	Andorra	10%	8.400	15.885	(706)	-	840
Semtee, S.A. (oci i salut)*	Andorra	12%	31.591	46.694	2.012	-	3.929
Seguretat i Serveis, S.A. (seguretat)*	Andorra	1,08%	1.663	1.208	(198)	-	218
							4.987

* Dades dels estats financers corresponents a l'exercici 2010

2010							
DENOMINACIÓ SOCIAL I ACTIVITAT	DOMICILI	PARTICIPACIÓ DIRECTA	CAPITAL SUBSCRIT	TOTAL DE FONS PROPIS	BENEFICI DE L'EXERCICI	DIVIDENDS DE L'EXERCICI	VALOR PATRI-MONIAL NET DE LA PARTI-CIPACIÓ
Túnel d'Envalira, S.A.(infraestructures)	Andorra	10%	8.400	17.366	(627)	-	840
Semtee, S.A. (oci i salut)*	Andorra	15%	25.242	38.328	2.169	-	3.929
Seguretat i Serveis, S.A. (seguretat)*	Andorra	1,08%	32	767	-	-	218
							4.987

* Dades dels estats financers corresponents a l'exercici 2009

d. Accions i altres títols de renda variable

Les accions i altres títols de renda variable recullen totes aquelles accions i títols, cotitzats i no cotitzats, assignats a la cartera de negociació, que representen participacions en el capital d'altres societats, en les que no existeix una vinculació duradora ni estan destinades a contribuir a l'activitat del Banc.

e. Organismes d'inversió

El detall de les Participacions en organismes d'inversió brutes desglossades en funció de les entitats que les gestionen a 31 de desembre de 2011 i 2010 són les següents:

	2011	2010
Gestionats per:		
Entitats vinculades al Grup	17.430	74.887
Entitats no vinculades al Grup	4.558	8.904
	21.988	83.791

Dins dels fons d'inversió gestionats pel Grup s'inclouen a 31 de desembre de 2011 els següents fons d'inversió: Alternative Investment Conservative, Alternative Investment Growth, Astra ANDBANK Bonds, Astra SIF Fondiposit i Alternative Investment Private Equity.

f. Valoració de la cartera

A continuació es detallen els títols a 31 de desembre de 2011 i 2010 classificats en les categories de valoració descrites en la nota 3 (e):

	2011	2010
Cartera de negociació	139.612	51.080
Renda fixa	131.681	40.442
Renda variable	457	952
Organismes d'inversió	7.474	9.686
Cartera d'inversió a venciment	666.635	692.005
Participacions permanents	8.510	8.140
Cartera d'inversió ordinària:	138.480	206.434
Renda fixa	123.966	135.040
Organismes d'inversió	14.514	71.394
	953.237	957.659

El valor de mercat o valor raonable, a 31 de desembre de 2011, de les carteres d'inversió a venciment i ordinària són de 636.002 i 134.099 milers d'euros respectivament (654.901 i 200.745 milers d'euros al 31 de desembre de 2010). Del valor de mercat de la cartera a venciment 519.647 milers d'euros corresponen

a títols cotitzats i la resta, 116.355 milers d'euros, corresponen a títols valorats segons model o no cotitzats (vegeu nota 3.e). Del valor raonable de la cartera ordinària, 103.869 milers d'euros corresponen a títols cotitzats i la resta, 30.230 milers d'euros, corresponen a títols valorats segons model o no cotitzats.

El 10% del valor de mercat dels títols de la cartera de negociació ha estat calculat en base a models fets per un expert independent i la resta mitjançant preus de cotització.

g. Fons de fluctuació de valors

A continuació s'indica el moviment del fons de fluctuació de valors durant l'exercici 2011:

Saldo a 31 de desembre de 2010	5.832
Dotacions	4.447
Recuperacions	(556)
Saldo a 31 de desembre de 2011	9.723

h. Fons de provisió per a insolvències

Saldo a 31 de desembre de 2010	2.983
Dotacions netes al fons	472
Saldo a 31 de desembre de 2011	3.455

A 31 de desembre de 2011, el fons de provisió per a insolvències correspon exclusivament a la provisió genèrica corresponent a la cartera de valors.

8. Actiu immobilitzat

a. Actius immaterials, despeses amortitzables i actius materials

El moviment dels Actius immaterials i despeses amortitzables durant l'exercici 2011 i dels seus corresponents fons d'amortització és el següent:

	31/12/2010	ALTES	BAIXES	TRASPASSOS	31/12/2011
Cost:					
Actius multipropietat	538	-	-	-	538
Aplicacions informàtiques	28.254	659	(23)	2.325	31.215
Altres	9.893	3.642	-	(2.325)	11.210
Total	38.685	4.301	(23)	-	42.963
Fons d'amortització:					
Actius multipropietat	(108)	(11)	-	-	(119)
Aplicacions informàtiques	(22.810)	(978)	-	-	(23.788)
Altres	(3.578)	(2.425)	-	-	(6.003)
Total FONS D'AMORTITZACIÓ:	(26.496)	(3.414)	-	-	(29.910)
Total NET	12.189	887	(23)	-	13.053

AndPrivate Wealth, S.A. va realitzar la compra de la Societat gestora P&P Portfolio Planning amb domicili a Ginebra (Suïssa), generant-se una diferència positiva de consolidació. En fusionar-se ambdues societats, aquesta partida va aflorar un fons de comerç dins del Balanç del Grup, que figura registrat dins de l'apartat d'Altres de l'immobilitzat immaterial per import de 498 milers d'euros a 31 de desembre de 2011 (962 milers d'euros a 31 de desembre 2010).

El moviment dels Actius materials durant l'exercici 2011, i dels seus corresponents fons d'amortització és el següent:

COST:	31/12/2010	ALTES	BAIXES	TRASPASSOS	REVALORACIONS	31/12/2011
AFFECTES A L'EXPLOTACIÓ:						
Terrenys	46.632	-	-	-	-	46.632
Immobles	45.615	-	-	-	-	45.615
Mobiliari	5.292	85	-	27	-	5.404
Obres d'art	-	-	-	-	-	-
Instal·lacions	28.298	470	-	1.932	-	30.700
Equip de processament de dades	21.146	620	-	13	-	21.779
Vehicles	1.329	45	-	-	-	1.374
Immobilitzat en curs	1.243	1.725	-	(1.972)	-	996
Subtotal	149.555	2.945	-	-	-	152.500
ALIÈ A L'EXPLOTACIÓ:						
Immobles	18.155	14.833	(137)	-	-	32.851
Terrenys	10.641	-	-	-	-	10.641
Instal·lacions	4.304	-	-	-	-	4.304
Equips informàtics	92	-	-	-	-	92
Mobiliari	33	-	-	-	-	33
Vehicles	6	-	(3)	-	-	3
Subtotal	33.231	14.833	(140)	-	-	47.924
Total ACTIUS MATERIALS:	182.786	17.778	(140)	-	-	200.424
Fons d'amortització:						
AFFECTES A L'EXPLOTACIÓ:						
Immobles	(10.932)	(1.970)	-	-	-	(12.902)
Mobiliari	(4.741)	(161)	-	-	-	(4.902)
Instal·lacions	(20.179)	(1.625)	20	-	-	(21.784)
Equip de processament de dades	(18.993)	(1.022)	1	-	-	(20.014)
Vehicles	(293)	(80)	-	-	-	(373)
Subtotal	(55.138)	(4.858)	21	-	-	(59.975)
Fons d'amortització:						
ALIÈ A L'EXPLOTACIÓ:						
Immobles	(3.989)	(271)	-	-	-	(4.260)
Instal·lacions	(4.193)	(30)	-	-	-	(4.223)
Equips informàtics	(92)	-	-	-	-	(92)
Mobiliari	(31)	(1)	-	-	-	(32)
Subtotal	(8.305)	(302)	-	-	-	(8.607)
Total FONS D'AMORTITZACIÓ:	(63.443)	(5.160)	21	-	-	(68.582)
Fons de provisió per la depreciació	(2.505)	(988)	174	-	-	(3.320)
Total ACTIUS MATERIALS NET	116.838	11.630	55	-	-	128.522

Durant l'exercici 2011 no s'han capitalitzat interessos o diferències de canvi corresponents a l'actiu immobilitzat. Les altes d'immobles aliens a l'explotació corresponen a les adjudicacions d'actius realitzades durant l'exercici.

Prenent com a data el 30 de novembre de 2008 i amb l'autorització expressa de l'INAF de data 9 de desembre de 2008, el Banc va procedir a l'actualització del valor en llibres dels immobles on es troba la seva Seu Social i la xarxa d'oficines (veure notes 3g i 11). Bianualment es comprova, mitjançant una taxació feta per un expert independent, que el valor de mercat dels béns esmentats es situa per sobre del seu valor en llibres, procedint a fer les dotacions necessàries en els casos on no és així.

b. Diferències positives de consolidació

Saldo a 31 de desembre de 2010	14.500
Adquisicions	21.829
Amortitzacions	(2.768)
Diferències de canvi	390
Saldo a 31 de desembre de 2011	33.951

L'adquisició de Quest Capital Advisers, S.A. el dia 17 de desembre de 2009 va generar un fons de comerç de consolidació de 13.556 milers d'euros, d'aquests 7.482 que figuren a l'apartat "Regularitzacions" van ser activats durant l'exercici 2010 en reconeixement dels pagaments ajornats de l'operació d'adquisició, registrats aquests últims a l'apartat "Altres Passius" del Balanç de Situació a 31 de desembre de 2011. D'altra banda l'adquisició de Columbus de México, S.A. el dia 11 d'Abril de 2008 va generar un fons de comerç de consolidació de 3.572 milers d'euros. Els contractes de compravenda d'ambdues societats inclouen potencials pagaments ajornats en funció dels futurs resultats d'aquelles.

Així mateix, l'adquisició d'Andbanc (Monaco), S.A.M. el dia 30 de juny de 2011 i LLA Participações, Ltda el 25 d'octubre de 2011 van generar uns fons de comerç de consolidació de 11.347 i 10.482 milers d'euros respectivament (vegeu nota 2 i 3f).

9. Fons de provisions per a riscos i càrregues

a. Provisions per a pensions i obligacions similars

El moviment del fons per a pensions i obligacions similars durant l'exercici 2011 ha estat el següent:

	JUBILACIONS	PREJUBILACIONS	FONS DE PENSIONS	TOTAL
Saldo a 31 de desembre de 2010	835	786	4.201	5.822
Dotació de l'exercici amb càrrec al compte de pèrdues i guanys	40	33	558	631
Pagaments efectuats a pensionistes i rescats de l'exercici	(76)	(379)	(399)	(854)
Altres moviments	18	168	674	860
Saldo a 31 de desembre de 2011	817	608	5.034	6.459

La dotació al Fons de pensions està registrada dins l'epígraf Altres despeses de personal al Compte de Pèrdues i Guanys.

Aquesta dotació inclou, a l'exercici 2011, 103 milers d'euros (103 milers d'euros a l'exercici 2010) en concepte de càrrega financera. La línia "Altres moviments" inclou la incorporació del fons de pensions d'Andbanc (Monaco), S.A.M. que és d'aportació definida.

Els pagaments efectuats a pensionistes i prejubilats durant l'exercici 2011 s'han registrat contra el fons de provisió.

La inversió de la cartera de valors assignada al fons de jubilacions i prejubilacions a 31 de desembre de 2011 correspon a una part d'un títol de renda fixa de la cartera de venciment que s'amortitzarà el 15 de juliol de 2019.

El saldo del fons assignat a pensions, que correspon al personal actiu, està cobert amb dipòsits cedits al mercat interbancari.

b. Altres provisions

El moviment d'aquestes provisions té el seu origen, principalment, en les dotacions efectuades en l'exercici 2011 per tal de cobrir la correcció valorativa de determinades opcions emeses.

El moviment d'altres provisions durant l'exercici 2011 ha estat el següent:

	31/12/10	RECUPERACIONS	DOTACIONS	UTILITZACIONS	31/12/11
Altres Provisions	2.136	(1.416)	6.736	(333)	7.123
TOTALS	2.136	(1.416)	6.736	(333)	7.123

10. Distribució de resultats

La proposta de distribució del resultat de l'exercici 2011 del Banc que els Administradors presentaran a la Junta General per a la seva aprovació, és la següent:

A reserva legal	-
A reserva voluntària	15.876
A dividends	36.999
	52.875

11. Moviment dels fons propis i fons per a riscos generals

El moviment dels fons propis del Grup durant l'exercici 2011 ha estat el següent:

	CAPITAL SOCIAL	RESERVA LEGAL	RESERVA EN GARANTIA	PRIMA D'EMISSIÓ	RESERVES DE REVALORACIÓ	RESERVES VOLUNTÀRIES	RESERVES DE CONSOLIDACIÓ	DIVIDENDS	RESULTAT
Saldo a 31 de desembre de 2010	78.061	15.612	17.856	69.999	63.242	121.150	8.792	--	40.778
Distribució de resultats de l'exercici 2010						14.570		27.031	(41.601)
Ajustaments Consolidació							(387)		
Altres (Nota 3e)						8			
Actualització Rves. Gtia.			3.763			(3.763)			-
Resultat de l'exercici 2011									54.246
Saldo a 31 de desembre de 2011	78.061	15.612	21.619	69.999	63.242	131.965	8.405	--	54.246

a. Capital social

A 31 de desembre de 2011 el capital social del Banc està compostat per 1.751.825 accions amb un valor nominal de 44,56 euros. En aquesta data no existeixen accions amb característiques especials, ni restricció a la transmissió de les accions.

b. Reserva legal i reserves voluntàries

D'acord amb la legislació mercantil Andorrana els Bancs han de dotar un 10% del benefici de l'exercici a la reserva legal fins arribar a un 20% del capital social. Aquesta reserva legal a 31 de desembre de 2011, està totalment constituïda.

El 70% de les Reserves Voluntàries i la Prima d'emissió del Banc a 31 de desembre de 2011 són de lliure disposició (vegeu nota 3f).

c. Reserves en garantia

Aquest apartat inclou les reserves en garantia de dipòsits i d'altres obligacions operacionals a mantenir dipositades en l'INAF per les entitats enquadrades en el sistema financer.

Durant l'exercici 2011, en compliment de la "Llei 01/2011, de 2 de febrer, de creació d'un sistema de garantia de dipòsits per a les entitats bancàries", aquesta reserva s'ha vist incrementada fins a 21.619 milers d'euros.

d. Reserves de Revaloració

El saldo de l'epígraf "Reserves de revaloració" correspon a l'actualització en llibres del valor de mercat de determinats immobles del Banc (veure notes 3g i 8).

Les Reserves de Revaloració tenen caràcter indisponible fins que l'actiu surti efectivament del Grup i/o l'INAF autoritzi la seva disposició.

e. Reserves de consolidació

Les reserves de consolidació corresponen a les següents societats:

	2011	2010
Andorra Banc Agrícola Reig, S.A	5.231	3.299
Andorra Gestió Agrícola Reig, S.A.U.	10.980	8.471
Andorra Assegurances Agrícola Reig, S.A.	3.952	3.794
Grup Nobilitas N.V.	(8.592)	(6.556)
Andbanc Bahamas Ltd	3.968	2.583
Savand, S.A.U.	(2.211)	(2.077)
Grupo ANDBANK Luxembourg	(3.091)	(258)
Andbanc (Panamá) S.A.	(1.272)	(260)
Altres	(560)	(204)
Total	8.405	8.792

El moviment de les reserves de consolidació durant l'exercici 2011 ha estat el següent:

RESERVES EN SOCIETATS CONSOLIDADES	
Saldo a 31 de desembre de 2010	8.792
Distribució del resultat de 2010 a reserves	(1.999)
Dividend complementari 2009	(4.609)
Altres ajustaments de consolidació	6.221
Saldo a 31 de desembre de 2011	8.405

f. Resultats atribuïts al Grup

El detall dels Resultats atribuïts al Grup a 31 de desembre de 2011 és el següent:

	2011	2010
Andorra Banc Agrícola Reig, S.A.	52.875	41.600
Societats consolidades per integració global:	(2.309)	(2.062)
Andorra Gestió Agrícola Reig, S.A.	3.046	2.509
Andbanc Bahamas Limited	2.901	1.349
Grup Nobilitas N.V.	(4.628)	(2.036)
Columbus de México, S.A.	98	(75)
And Private Wealth, S.A.	(1.872)	(1.636)
Quest Capital Advisers	577	1.230
Andbanc Wealth Management LLC	(1.902)	(381)
Ajustaments de Consolidació Grup Nobilitas	(1.529)	(1.174)
Savand, S.A.U.	12	134
ANDBANK Asset Management Luxembourg, S.A.	(383)	(502)
Andbanc (Panamá), S.A.	(362)	(1.012)
ANDBANK (Luxembourg) S.A.	(1.989)	(2.332)
Andbanc (Monaco), S.A.M	(132)	-
Altres	(774)	(172)
Societats consolidades per posada en equivalència	656	159
Andorra Assegurances Agrícola Reig, S.A.	656	159
Ajustaments de consolidació	3.024	1.081
	54.246	40.778

g. Dividend a compte

Aquest apartat no és d'aplicació en els presents estats financers consolidats.

h. Fons per a riscos generals

El moviment del fons per a riscos generals durant l'exercici 2011 ha estat el següent:

Saldo a 31 de desembre de 2010	800
Recuperacions netes del fons (nota13)	-
Altres	1.500
Saldo a 31 de desembre de 2010	2.300

La filial de Monaco incloïa en el moment de la seva compra una provisió per a riscos generals de 1.500 milers d'euros.

12. Saldos en Euros i resta de divises

La composició de l'actiu i passiu dels Balanços de Situació entre Euros i d'altres monedes, és com segueix:

	2011		2010	
	Actiu	Passiu	Actiu	Passiu
Euros	2.861.571	2.650.122	2.683.958	2.663.446
Resta divises	506.086	717.535	521.106	541.618
	3.367.657	3.367.657	3.205.064	3.205.064

13. Altres partides del balanç de situació i del compte de pèrdues i guanys

Adicionalment, a 31 de desembre 2011 trobem aquestes altres partides significatives:

a. Resultats extraordinaris

Recuperacions Actius molt dubtosos	553
Pèrdues baixes immobilitzats	(42)
Retrocessions interessos i comissions any anterior	(1.187)
Despeses exercicis anteriors	(1.380)
Cobrament comissions any anterior	238
Ingressos exercicis anteriors	484
Altres	(380)
	(1.714)

b. Altres actius

Operacions en curs	15.006
Existències	13
Opcions adquirides	4.446
Administracions Públiques	12.695
Fiances	8.723
Liquidacions de títols anticipades a Clients	15.261
Altres Deutors Varis	13.205
	69.349

L'apartat "Operacions en curs" inclou els saldos pendents de liquidar amb les contrapartides de mercat.

L'epígraf "Administracions Públiques" es correspon amb els pagaments a compte de l'ISI realitzats durant l'exercici 2011.

La liquidació dels títols que s'havia anticipat a 31 de desembre de 2011 als clients del Banc, ha estat efectiva durant les primeres setmanes de 2012.

c. Altres passius

Operacions en curs	17.768
Opcions emeses	1.144
Administracions Públiques	20.863
Títols Agafats	47.913
Pagaments futurs operacions corporatives	7.142
Altres Creditors Varis	19.935

114.765

L'epígraf "Administracions Públiques" es correspon amb els imports pendents de pagament amb les administracions.

L'import dels títols agafats pel Banc de la seva cartera custodiada y prestats a mercat es registren als apartats "Altres passius – Títols agafats" del passiu del balanç i "Inversions creditícies – Préstecs i crèdits a clients" de l'actiu del balanç respectivament.

La correcció valorativa de les opcions emeses es realitza, si s'escau, a l'apartat "Provisions per a riscos i càrregues" (veure nota 9.b).

14. Derivats financers

Pel que fa a les operacions de futurs i derivats financers, tot seguit es presenta el desglossament dels valors nacionals per tipus de productes derivats que manté el Grup a 31 de desembre de 2011, i es distingeix entre operacions de negociació i de cobertura i per mercat al que pertanyen:

2011	MERCAT	COBERTURA	NEGOCIACIÓ	TOTAL
Compravenda no vençuda de divises	No reglamentat	1.701.447	-	1.701.447
Opcions	No reglamentat	180.833	56.544	237.377
Permutes financeres	No reglamentat	610.606	37.157	647.763
Altres acords	No reglamentat	180.464	38.796	219.260
		2.673.350	132.497	2.805.847

2010	MERCAT	COBERTURA	NEGOCIACIÓ	TOTAL
Compravenda no vençuda de divises	No reglamentat	1.140.140	-	1.140.140
Opcions	No reglamentat	176.126	25.388	201.514
Permutes financeres	No reglamentat	717.961	13.408	731.369
Altres acords	No reglamentat	161.323	122.753	284.076
		2.195.550	161.549	2.357.099

Les operacions de compravenda no vençudes de divises són formalitzades en ferm amb la finalitat principal de cobrir a mercat les operacions de clients i en imports menys rellevants per cobrir riscos de divisa patrimonial. La posició global de l'entitat per divises i terminis es controla i es tanca diàriament.

Les permutes financeres i opcions es contracten en ferm amb la finalitat de cobrir el risc de tipus d'interès d'operacions amb clients. El banc controla regularment el diferencial existent entre el nominal contractat i l'import de les operacions a cobrir, considerant-se aquest diferencial com a permutes financeres de negociació.

Els altres acords corresponen a operacions en ferm de cobertura a mercat de les operacions formalitzades amb clients i a operacions de negociació que complementen les posicions de la cartera de valors.

Els terminis de les operacions de futurs i derivats financers a 31 de desembre de 2011 presenten el següent detall:

	FINS A UN ANY	D'1 ANY A 5 ANYS	MÉS DE 5 ANYS	TOTAL
Compravenda no vençuda de divises	1.701.447	-	-	1.701.447
Opcions	55.860	5.101	176.416	237.377
Permutes financeres	276.493	197.714	173.556	647.763
Altres acords	83.000	136.260	-	219.260
	2.116.800	339.075	349.972	2.805.847

15. Actius cedits en garantia

El Banc no té al 31 de desembre de 2011 actius cedits en garantia dels seus compromisos o de compromisos de tercers.

16. Operacions amb entitats i persones vinculades

El detall de les operacions amb entitats i persones vinculades que sobrepassen el 10% dels fons propis a 31 de desembre de 2011 és el següent:

	ACCIONISTES	SOCIETATS PARTICIPADES	MEMBRES DEL CONSELL D'ADMINISTRACIÓ (NO ACCIONISTES)	MEMBRES DE LA DIRECCIÓ GENERAL (NO ACCIONISTES)	ALTRES PARTS VINCULADES
Bancs i entitats de crèdit					
Actiu	-	-	-	-	-
Passiu	-	-	-	-	-
Inversions creditícies	92.914	-	-	-	-
Comptes d'ordre	23.221	-	-	-	-
Dipòsits de clients	631	-	-	-	-

Les posicions del Banc mantingudes amb accionistes corresponen a 2 persones físiques, cap de les quals és membre del Consell d'Administració o membre de la Direcció General.

Pel que fa a les societats participades, als membres del Consell d'Administració no accionistes, als membres de la Direcció General no accionistes i a altres parts vinculades, no hi han posicions que representin més del 10% dels fons propis a 31 de desembre de 2011.

Pel que fa als accionistes, als membres del Consell d'Administració no accionistes, a les societats participades, als membres de la Direcció General no accionistes i a altres parts vinculades, durant l'exercici 2011 no hi ha hagut transaccions que representin més del 5% del resultat de l'exercici 2011.

Totes les operacions vinculades han estat dutes a terme a preus de mercat.

17. Riscos de mercat

Gestió del risc

La identificació, la mesura, la gestió i el control del risc és un element clau en la gestió del Grup ANDBANK. El marc de control de risc inclou un component qualitatiu, relatiu a la definició de polítiques i responsables, i un component quantitatiu associat a l'establiment de límits.

El posicionament del Grup en termes de gestió del risc es basa en mantenir una política prudent, on l'assumpció de riscos va estretament lligada a l'exercici de les activitats de negoci en banca comercial, banca privada i gestió de patrimonis.

L'establiment de les polítiques, la determinació dels límits i la supervisió global de riscos és responsabilitat del Comitè d'Actius, Passius i Riscos (COAP), qui té delegada aquesta funció per

part del Consell d'Administració. Així, les polítiques generals i els límits específics definits al COAP es presenten al Consell d'Administració per al seu anàlisi i aprovació. Els límits de risc es revisen periòdicament per adaptar-los a la conjuntura econòmica i dels mercats i, en qualsevol cas, es presenten anyalment al Consell d'Administració.

Per a determinar els límits de riscos atorgats a països o institucions financeres, el Grup es basa en variables relativament estables, com poden ser el rating o el Tier I, i variables de mercat, com ara el nivell al que cotitza el Credit Default Swap o el comportament relatiu que ha tingut l'acció de l'entitat en qüestió en borsa. La continuïtat en la crisi del deute sobirà i l'entorn de revisió a la baixa de ratings de països i entitats financeres, han portat a que la revisió de límits hagi estat freqüent.

Com a responsable de la gestió del risc de tipus d'interès, risc de tipus de canvi, risc país i de contrapartida, risc de liquiditat i risc de mercat, el COAP es reuneix com a mínim amb periodicitat mensual. El COAP té delegada la supervisió d'aquests riscos al departament Middle Office, el qual reporta als seus membres amb periodicitat diària i setmanal segons correspongui la informació de gestió relativa als riscos supervisats. Addicionalment, és responsabilitat del comitè la gestió del balanç i la gestió del capital, amb l'objectiu de mantenir un alt nivell de solvència.

La responsabilitat de garantir que l'activitat de gestió de patrimonis es desenvolupa d'acord amb el marc legal i reglamentari establert i avaluar-ne els resultats s'assigna al COAP de Gestió, que es reuneix amb periodicitat mensual. El comitè delega el seguiment de la gestió de patrimonis al Middle Office. A més del control de la subjecció al marc regulatori, el Middle Office avalua l'acompliment amb la política d'inversió dels fons i carteres i realitza un seguiment periòdic de les mesures de rendibilitat i les mesures de risc, tant ex-ante com ex-post.

Risc de tipus d'interès

El risc de tipus d'interès es defineix com l'impacte en el valor de mercat dels actius i passius del Grup com a conseqüència dels moviments en els tipus d'interès. Les mesures que utilitza el Grup per a avaluar aquest impacte són la sensibilitat del marge financer per a un període d'un any a desplaçaments paral·lels de la corba de tipus d'interès de 100 punts bàsics per a les principals divises del balanç i la sensibilitat del valor de mercat dels recursos propis a desplaçaments paral·lels de la corba de tipus d'interès de 100 punts bàsics.

En la conjuntura de tipus d'interès històricament baixos en la que ens trobem des de fa tres anys, el Grup ha mantingut una exposició positiva a desplaçaments de la corba de tipus d'interès, és a dir, el marge financer del Grup augmentaria davant d'un repunt dels tipus d'interès i es veuria reduït davant d'una disminució d'aquests. Així, aquesta gestió s'ha traduït en un gap de reprecials dels actius i passius sensibles als tipus d'interès del balanç positiu, és a dir, a nivell global la reprecialció dels actius és anterior en el temps a la dels passius. En aquest posicionament hi ha contribuït la cessió de dipòsits a l'interbancari a terminis molt curts i la inversió en bons a tipus fix i bons amb rendibilitat lligada a l'euríbor 3/6 mesos amb venciments a curt i mig termini, tot i que una part de la cartera es compon de bons de venciments llargs a tipus fix sense cobertura per a augmentar la duració de l'actiu del balanç.

El límit establert com a pèrdua màxima com a conseqüència d'un desplaçament paral·lel de la corba de tipus d'interès de 100 punts bàsics és del 5% dels recursos propis. Durant l'any 2011 aquest límit no ha estat excedit.

Risc de mercat

El risc de mercat s'entén com la pèrdua potencial a la qual està exposada la cartera de valors com a conseqüència de canvis en les condicions de mercat, tals com els preus dels actius, els tipus d'interès, la volatilitat del mercat i la liquiditat del mercat. Les mesures que utilitza el Grup per a gestionar

el risc de mercat de la cartera pròpia són la metodologia value at risk (VaR) i el stress testing, en línia amb l'estàndard general del mercat.

El VaR es mesura utilitzant el mètode paramètric. El càlcul obtingut correspon a la pèrdua màxima esperada a un horitzó temporal determinat i amb un nivell de confiança definit. El Grup calcula el VaR per a un horitzó temporal d'una setmana i amb un nivell de confiança del 99% i el període històric considerat per al càlcul de la matriu de correlacions i les volatilitats és de tres anys. Durant l'any 2011, el VaR mitjà calculat per a la cartera d'inversió ordinària i la cartera de negociació ha estat de 0,67 milions d'euros, amb un màxim de 0,90 milions d'euros i un mínim de 0,44 milions d'euros. La posició mitjana de la cartera d'inversió ordinària i de negociació ha estat de 203 milions d'euros. La posició neta mitjana de la cartera de valors del Grup (que inclou 155 milions d'euros en derivats de cobertura) ha estat de 922 milions d'euros, havent estat el VaR mitjà del 0,41% de la posició mitjana invertida.

Al llarg de l'any 2011, Andbanc ha avançat notablement en la implantació iniciada l'any anterior d'una eina amb abast des de front office fins a back office que permet gestionar una àmplia gamma d'actius financers i els seus riscos associats. L'objectiu que es pretén assolir és una millora en la identificació dels riscos de mercat en sentit ampli de la cartera d'inversió i una optimització de la seva gestió, que alhora permetrà disminuir de forma substancial el risc operatiu.

Risc de crèdit

El risc de crèdit es refereix a la pèrdua potencial derivada del fet que una contrapartida no compleixi amb les obligacions que té compromeses amb el Grup.

El Grup aplica una política prudent en l'assignació de límits, autoritzant exposició únicament a països amb alta qualificació creditícia i dins d'aquests amb les entitats financeres més solvents. L'aprovació dels límits de risc per part del Consell d'Administració és anual, tot i que a mesura que s'han

anat donant nous esdeveniments en la crisi del deute sobirà i canvis de rating de les entitats financeres europees s'han revisat les línies per a reduir l'exposició als països afectats, amb l'objectiu de mantenir un baix nivell de risc.

La concessió de límits és estricta per a aquelles posicions amb contrapartides on no existeix un col·lateral com a garantia. En aquest cas, es requereix que la contrapartida tingui un rating d'alta qualitat creditícia en base a la valoració de les principals agències (Moody's, Fitch i S&P) i que el mercat li assigni un risc de crèdit relatiu moderat, reflectit en el nivell al qual cotitza el CDS a 5 anys. L'observació de la variable de mercat permet incorporar en el model amb major immediatesa qualsevol canvi en la qualitat creditícia de la contrapartida.

Risc de liquiditat

El risc de liquiditat es defineix com el risc que una entitat no pugui fer front als seus compromisos de pagament en un moment determinat, ja siguin els derivats del venciment de dipòsits, la disposició de línies de crèdit concedides o els requeriments de garanties en operacions amb col·lateral, entre d'altres.

El departament Middle Office monitoritza la posició de liquiditat diàriament, controlant que es mantingui per sobre del mínim de liquiditat establert pel COAP. S'ha definit un import mínim disponible en cash a dia i un import mínim addicional en cash i posicions altament líquides disponible a una setmana. Es controla diàriament també el seguiment de les posicions finançables amb repo i l'acompliment amb la ràtio de liquiditat establert per l'INAF, l'organisme supervisor del sistema financer andorrà. Aquesta ràtio compara els actius líquids i fàcilment mobilitzables i els passius exigibles, i es fixa en un mínim del 40%. El Grup ha mantingut una ràtio de liquiditat mitjana durant l'any 2011 del 71,01%, essent a finals d'any del 68,41%.

Des de principis de l'any 2009 s'elabora mensualment un pla de contingència de la liquiditat del Grup, on s'avalua qui-

na és la liquiditat contingent en funció de diferents nivells de mobilització dels actius líquids i considerant quin és el cost al qual s'obtidria aquesta liquiditat. Una altra mesura de gestió de la liquiditat a curt i mig termini que utilitza el Grup és el venciment residual dels actius i passius del balanç del Grup.

Els límits d'exposició màxima d'acord amb diferents mesures, segons el factor generador de risc, han estat durant l'exercici 2011 els següents (en milers d'euros) :

LÍMITS	
RENDA FIXA – Posició destinada a "trading"	15.000
CANVIS – Posició Global Termini/Comptat	6.000
INTERÈS- Pèrdua patrimonial per pujada d'un 1% en la corba de tipus d'interès (*)	5%
RENDA VARIABLE- Posició destinada a "trading"	6.000

(*) Límit sobre recursos propis

18. Comptes d'Ordre

a. Dipòsits i altres títols en custòdia

A 31 de desembre de 2011, el detall d'aquest epígraf dels comptes d'ordre consolidats adjunts, d'acord amb el tipus de valor, és el següent:

	2011	2010
Accions i altres títols de renda variable	969.220	1.118.078
Obligacions i altres títols de renda fixa	3.584.503	3.985.965
Participacions d'organismes d'inversió no gestionats pel Grup	599.885	1.028.096
Altres	7.367	6.259
	5.160.975	6.138.398

A 31 de desembre de 2011, l'epígraf Dipòsits de Valors i altres títols en custòdia inclou 415.414 milers d'euros en concepte de garantia de diverses operacions d'actiu amb garantia de valors (veure nota 6) i risc de firma.

A 31 de desembre de 2011 el patrimoni de clients individuals gestionat mitjançant mandat es troba registrat a l'epígraf de Dipòsits de valors i altres títols en custòdia de tercers dels Comptes d'Ordre i comptes creditors del passiu del Balanç de Situació consolidat adjunt. Els ingressos registrats en concepte de comissions de gestió de patrimoni estan inclosos a l'epígraf Comissions per serveis prestats del compte de Pèrdues i Guanys consolidat adjunt.

b. Recursos gestionats de tercers

El detall dels recursos gestionats de tercers, custodiats o no pel Grup a 31 de desembre de 2011 i 31 de desembre de 2010, és com segueix:

	2011			2010		
	CUSTODIATS/ DIPOSITATS PER L'ENTITAT	CUSTODIATS/ DIPOSITATS PER TERCERS	TOTAL	CUSTODIATS/ DIPOSITATS PER L'ENTITAT	CUSTODIATS/ DIPOSITATS PER TERCERS	TOTAL
Organismes d'inversió col·lectiva	835.192	-	835.192	882.844	-	882.844
Carteres de clients individuals gestionades mitjançant mandat	726.326	2.123.587	2.849.913	1.948.070	-	1.948.070
Altres clients individuals	5.474.808	-	5.474.808	4.867.469	-	4.867.469
Total	7.036.326	2.123.587	9.159.913	7.698.383	-	7.698.383

19. Altres comptes d'ordre

El detall d'aquest epígraf a 31 de desembre de 2011 i 2010 és el següent:

	2011	2010
Actius molt dubtosos	48.816	42.469
Altres	142.358	154.509
Fidúcies	73.244	84.023
Altres	69.114	70.486
Deute públic emès pel M.I.Govern	55.506	55.506
Títols Propis no cotitzats	8.510	8.140
Altres	5.098	6.840
	191.174	196.978

L'apartat "Fidúcies" inclou els títols de renda variable no cotitzats que l'entitat té per compte de tercers. Aquests títols hi figuren pel valor de mercat més acurat del que es disposi i, en absència d'aquest, pel seu valor nominal.

20. Compliment de les normes legals

Llei de regulació del coeficient d'inversions obligatòries.

El M.I. Consell General del Principat d'Andorra, en la seva sessió del 30 de juny de 1994, va aprovar la Llei de regulació del coeficient d'inversions obligatòries. El Reglament que desenvolupa aquesta llei concerneix exclusivament a les entitats bancàries, i les obliga a mantenir en el seu actiu un coeficient d'inversió en fons públics andorrans.

Amb data 31 de desembre de 2005 el Govern va dictar un Decret d'emissió de deute públic de la que el Banc va subscriure 55.766 milers d'euros (veure nota 7) amb venciment 31 de desembre de 2009 i remunerat al tipus d'interès oficial del Banc Central Europeu a un any. El 31 de desembre 2009 aquest deute públic va ser renovat per un import de 55.506 milers d'euros i amb venciment 31 de desembre de 2013.

Així mateix, també resultaven homologables com a fons públics els crèdits concedits pels Bancs dins d'un programa qualificat d'interès nacional i social, destinat al finançament privilegiat de l'habitatge, aprovat pel M.I. Govern d'Andorra el dia 26 d'abril de 1995. Els crèdits concedits pel Banc per aquest concepte suposen a 31 de desembre de 2011 un import de 266 milers d'euros (365 milers d'euros a 31 de desembre de 2010) i es registren en l'epígraf Inversions creditícies / Préstecs i crèdits a clients del Balanç de Situació consolidat adjunt. Aquests crèdits meriten un tipus d'interès anual fix del 6%.

El M.I. Consell General del Principat d'Andorra, en la seva sessió de l'11 de maig de 1995, va aprovar la Llei de regulació de reserves en garantia de dipòsits i d'altres obligacions operacionals a mantenir i dipositar per les entitats enquadrades en el sistema financer. Aquesta llei obliga les entitats integrades en el sistema financer andorrà a mantenir entre els seus recursos permanents unes reserves mínimes de fons propis en garantia de les seves obligacions operacionals de fins el límit del 4% (essent la part exigida per l'exercici 2011 del 1,25%) de les inversions totals de les entitats, deduïdes les realitzades

amb fons propis i fons d'origen bancari. El dipòsit constituït pel Banc i Societats dependents per aquest concepte a 31 de desembre de 2010 i 31 de desembre de 2011 era de 18.066 i 210 milers d'euros respectivament. Aquest import es troba registrat en l'epígraf INAF de l'actiu del Balanç de Situació consolidat adjunt. Segons la llei 1/2011, del 2 de febrer, de creació d'un sistema de garantia de dipòsits per a les entitats bancàries, les quantitats dipositades a l'INAF en virtut de les disposicions de la Llei de reserves en garantia de dipòsits i altres obligacions operacionals van ser lliurades. En aquest sentit, com a conseqüència de l'acord pres per la Comissió Gestora del fons de garantia en data 29 d'agost de 2011 en seguiment de la Llei 1/2011, de 2 de febrer, l'entitat ha procedit a constituir una reserva de 21.619 milers d'euros (vegeu nota 11.c)

Amb data 3 de març de 2010 el Govern va dictar un decret de qualificació d'interès nacional i social sota el programa destinat al finançament privilegiat d'empreses i negocis de nova creació, innovació, reconversió i projectes emprenedors. Bàsicament consisteix en impulsar i donar suport a les noves idees d'aquells esperits que, en temps difícils i entorns de canvi, hi veuen oportunitats i reptes que, sense estar exempts de risc, poden aportar desenvolupament econòmic al país mitjançant l'atorgament de crèdits, prèvia valoració i validació global dels projectes presentats, per part d'una comissió mixta entre la Cambra de Comerç, Indústria i Serveis d'Andorra, Andorra Desenvolupament i Inversió, SAU, l'Associació de Bancs d'Andorra (ABA) i el Govern d'Andorra. A 31 de desembre el saldo pendent de cobrament es de 342 milers d'euros i figuren dintre del balanç a l'apartat de préstecs i crèdits a clients.

Llei de regulació dels criteris de solvència i de liquiditat de les entitats financeres.

El M.I. Consell General del Principat d'Andorra, en la seva sessió de 29 de febrer de 1996, va aprovar la Llei de regulació dels criteris de solvència i de liquiditat de les entitats financeres.

Aquesta llei obliga les entitats bancàries a mantenir una ràtio de solvència, formulada a partir de les recomanacions del Basel Committee on Banking Regulation and Supervisory Practices, com a mínim del 10%, determinada mitjançant un coeficient que posa en relació als recursos propis ajustats amb els actius de risc ponderats d'acord amb el grau de risc d'aquests actius. Així mateix obliga a mantenir una ràtio de liquiditat com a mínim del 40%.

Les ràtios de solvència i de liquiditat dels estats consolidats, determinades d'acord amb aquesta llei, eren a 31 de desembre de 2011 del 22,56% i 68,41% respectivament, (22,29% i 78,04% a 31 de desembre de 2010).

La llei de regulació dels criteris de solvència i de liquiditat de les entitats financeres limita, addicionalment, la concentració de riscos a favor d'un mateix beneficiari al 20% dels fons propis de l'entitat bancària. D'altra banda l'esmentada llei estableix que l'acumulació de riscos que individualment superin el 5% dels fons propis no pot sobrepassar el límit del 400% dels esmentats fons propis. Així mateix el risc mantingut amb membres del Consell d'Administració no pot superar el 15% dels fons propis. Els mencionats riscos són ponderats segons el que estableix l'esmentada llei.

En el present exercici el Grup ha complert amb els requeriments continguts en aquesta llei. La concentració de risc a favor d'un mateix beneficiari màxima assolida ha estat del 15,33% dels fons propis (15,20% en l'exercici 2010). Els crèdits, o altres operacions que impliquen risc a favor d'un mateix beneficiari, que excedeixen el 5% dels fons propis, no han sobrepassat una acumulació de riscos agregadament del 114,07% (108,66% per a l'exercici 2010).

Llei de cooperació penal internacional i de lluita contra el blanqueig de diners o valors producte de la delinqüència internacional.

En la seva sessió del 29 de desembre de 2000, el M.I. Consell General, va aprovar la llei de cooperació penal internacional i de lluita contra el blanqueig de diners o valors producte de la delinqüència internacional.

D'acord amb el que disposa la llei, el Grup ha establert els procediments adequats i suficients de control i comunicació interna, a fi de protegir el secret bancari i de prevenir i impedir operacions relacionades amb el blanqueig de capitals procedents d'activitats delictives. En aquest sentit s'han dut a terme programes específics de formació del personal.

Llei de règim jurídic de les entitats bancàries i de règim administratiu bàsic de les entitats operatives del sistema financer.

En la seva sessió del 13 de maig del 2010, el M.I. Consell General, va aprovar la llei 14/2010 de règim jurídic de les entitats bancàries i de règim administratiu bàsic de les entitats operatives del sistema financer.

La finalitat d'aquesta llei és mantenir un sistema financer estructuralment i funcionalment sòlid, i deroga la llei vigent de regulació del règim administratiu bàsic de les entitats bancàries, del 30 de juny de 1998, amb l'objecte de modificar el règim jurídic de les entitats bancàries per tal d'evitar greuges comparatius amb el propi d'altres entitats del sistema financer, i també per establir el règim administratiu bàsic de les distintes entitats operatives que formen el sistema financer andorrà.

Aquesta llei recull els principis establerts en la directiva comunitària 2004/39/CEE, del Parlament Europeu i del Consell, del 21 d'abril del 2004, coneguda com a MiFID (Markets in Financial Instruments Directive), relatius a les normes ètiques i de conducta que han de complir les entitats financeres d'inversió.

Llei de l'Impost Indirecte sobre la prestació de serveis bancaris i serveis financers.

El M.I. Consell General del Principat d'Andorra, en la sessió del 14 de maig de 2002, va aprovar la llei de l'Impost Indirecte sobre la prestació de serveis bancaris i serveis financers. Aquest impost té per objectiu gravar els serveis que les entitats del sector financer presten als seus clients.

La quota de liquidació de l'impost es calcula segons el sistema de determinació objectiva, d'acord amb el que preveu la Llei de l'impost indirecte sobre la prestació de serveis bancaris i de serveis financers, i amb les declaracions presentades pels obligats tributaris.

L'import registrat a 31 de desembre de 2011 per l'impost indirecte sobre la prestació de serveis bancaris i financers ha estat de 14.694 milers d'euros (12.752 milers d'euros l'any 2010). Aquest concepte ha estat registrat al compte de Tributs dins de Despeses generals al Compte de Pèrdues i Guanys.

Llei d'aplicació de l'Acord entre el Principat d'Andorra i la Comunitat Europea en matèria de fiscalitat dels rendiments de l'estalvi en forma de pagament d'interessos

El Consell General del Principat d'Andorra, en la seva sessió del 21 de febrer del 2005, va ratificar l'Acord entre el Principat d'Andorra i la Comunitat Europea relatiu a l'establiment de mesures equivalents a les previstes a la Directiva 2003/48/CE del Consell en matèria de fiscalitat dels rendiments de l'estalvi en forma de pagament d'interessos. Així mateix, en la seva sessió de 13 de juny del 2005, va aprovar la Llei d'aplicació de l'esmentat Acord.

En el present exercici, el Banc, en qualitat d'agent pagador, ha complert amb les obligacions contingudes en l'Acord i en la seva Llei d'aplicació, i ha liquidat l'import de la retenció seguint l'establert en la legislació esmentada.

21. Actuacions en matèria d'obra social o similar

El Grup no té concretes obligacions legals ni estatutàries en matèria d'obra social. No obstant això, el Grup sempre s'ha caracteritzat per un fort compromís social i una decidida vocació de treball en favor de l'interés general, facilitant el progrés econòmic i social del país.

22. Fets posteriors

Amb posterioritat al tancament de l'exercici 2011 no s'ha produït cap fet significatiu amb impacte en els comptes anuals de l'exercici 2011.

6. Gestió del Risc

La gestió i el control del risc és un aspecte fonamental en la gestió del Grup ANDBANK. Els principals riscos als quals s'exposa el Grup en el desenvolupament de la seva activitat són els següents:

- Risc de tipus d'interès
- Risc de tipus de canvi
- Risc de mercat
- Risc de crèdit
- Risc de liquiditat
- Risc operacional
- Risc reputacional

El marc de control de risc el conformen un component qualitatiu, associat a la definició de polítiques i responsables, i un component quantitatiu, basat en l'establiment de límits. El posicionament del Grup en termes de gestió del risc es fonamenta a mantenir una política prudent, en la qual l'assumpció de riscos va lligada a l'exercici de les activitats de negoci en banca comercial, banca privada i gestió de patrimonis. Els principis en què es basen la gestió i el control dels riscos del Grup són els indicats a continuació:

- Definició clara de responsabilitats de les unitats implicades en el control del risc.
- Dotació dels recursos humans i tècnics adequats per a una execució efectiva de les funcions.
- Sistemes de control intern adequats.
- Transparència en la informació relativa als riscos assumits.

La definició de les polítiques, l'especificació dels límits i la supervisió dels riscos són responsabilitat del Comitè d'Actius, Passius i Riscos (COAP), que té delegada aquesta funció per part del Consell d'Administració. Per tant, les polítiques i els límits definits al COAP es presenten al Consell d'Administració per a la seva ratificació. D'altra banda, els límits de risc es revisen periòdicament per adaptar-los a la conjuntura econòmica i dels mercats i, en qualsevol cas, es presenten anyalment al Consell d'Administració per a la seva aprovació.

Quant a Grup, per determinar els límits de riscos assignats a països, s'apliquen factors relativament estàtics, com són la pertinença a organismes internacionals (UE, OCDE) o el ràting, i factors dinàmics (variables de mercat), com és el nivell al qual cotitza el *credit default swap* del país. Aquests límits s'han revisat en diverses ocasions durant l'any 2011, amb l'objectiu d'incorporar els canvis en la qualitat creditícia de determinats països, especialment els europeus.

Quant als límits de riscos assignats a institucions financeres, es consideren factors com ara el ràting i el capital *Tier I*, així com indicadors de mercat, concretament el nivell al qual cotitza el *credit default swap* o el comportament relatiu que ha tingut l'acció en borsa. Durant l'any, s'han incorporat en l'anàlisi els resultats de les proves de resistència o *stress tests* de les entitats financeres europees dutes a terme pel CEBS.

Com a responsable de la gestió del risc de tipus d'interès, risc de tipus de canvi, risc de país i de contrapartida, risc de liquiditat i risc de mercat, el COAP es reuneix com a mínim amb periodicitat mensual, tot i que arran de la inestabilitat generada per la situació del deute dels països europeus i la necessitat de disposar d'una major flexibilitat per a la presa de decisions s'han fet actuacions a partir de reunions puntuals no planificades. Addicionalment, és responsabilitat del comitè la gestió del balanç i la gestió del capital, amb l'objectiu de mantenir un alt nivell de solvència. El COAP té delegada

la supervisió d'aquests riscos al departament *Middle Office*.

La responsabilitat de garantir que l'activitat de gestió de patrimonis es desenvolupa d'acord amb el marc legal i reglamentari establert i avaluar-ne els resultats s'assigna al Comitè de Seguiment de Gestió, que es reuneix amb periodicitat mensual. El comitè delega el seguiment de la gestió de patrimonis al *Middle Office*. A més del control de la subjecció dels organismes i models d'inversió al marc regulatori, el *Middle Office* avalua l'acompliment de la política d'inversió establerta i realitza un seguiment periòdic de les mesures de rendibilitat i les mesures de risc, tant preampliació com postampliació.

Reptes del 2011

L'any 2011 ha estat marcat per la continuïtat de la crisi del deute sobirà europeu, que ha estat un factor generador de volatilitat als mercats financers internacionals. Els països amb nivells d'endeutament i/o de dèficit més elevats han estat al punt de mira dels mercats financers i del nucli dur dels membres de la zona euro per reduir el seu dèficit. En aquest sentit, tant Grècia com Portugal han hagut d'aprovar mesures d'austeritat severes i recórrer als paquets de rescat que els han concedit els membres de la zona euro i el Fons Monetari Internacional (FMI).

Les mesures d'austeritat no han estat aplicades solament pels països que han rebut les ajudes internacionals, sinó que Itàlia i Espanya també han hagut d'aprovar mesures d'austeritat estrictes per donar confiança als mercats i als seus socis de la zona euro davant de la impossibilitat de controlar el dèficit. Al llarg de l'any, les primes de risc d'aquests dos països han estat molt altes i han assolit nivells màxims històrics, motiu pel qual el Banc Central Europeu (BCE) ha hagut d'intervenir en diverses ocasions per comprar deute públic d'aquests països.

Paral·lelament a la crisi del deute, durant el darrer trimestre s'ha produït la resignació del primer ministre grec i de l'italià,

així com un canvi de govern a Espanya, acompanyat també de nombrosos empitjoraments del ràting d'entitats financeres i l'aplicació d'una perspectiva negativa en el ràting de nombrosos estats europeus, que s'ha consolidat al començament d'enguany en la davallada del ràting de nou estats europeus, entre els quals França i Àustria, que han perdut el nivell AAA.

Tots aquests esdeveniments, especialment el deteriorament de la qualitat creditícia dels països europeus i de les seves entitats financeres, han impactat en la gestió de riscos del Grup ANDBANK. Principalment, el Grup ha reduït les línies d'exposició per a aquells països que han tingut deterioraments de la seva qualitat creditícia i ha hagut d'ajustar els models de risc per adaptar-los a un entorn de primes de risc particularment elevades. Quant al risc de contrapartida, com en l'any anterior, s'han analitzat els resultats de la segona ronda dels *stress tests* dels principals bancs europeus i s'han incorporat aquests resultats en el model d'assignació de límits, concedint límits només a aquelles contrapartides més solvents. Aquesta gestió dinàmica del risc de contrapartida, un enfocament conservador i una supervisió constant han permès mantenir un nivell de risc limitat d'acord amb la política de riscos del Grup.

L'objectiu del Grup en termes de gestió del risc per a l'any 2012 és el de seguir estretament l'evolució de la crisi del deute sobirà europeu i les mesures de recapitalització de les entitats que formen part del seu sistema financer, així com mantenir la flexibilitat per fer front als desenvolupaments que sorgeixen en els mercats i que ens ha de permetre implementar en temps i forma les mesures adequades per delimitar els riscos que hàgim d'afrontar.

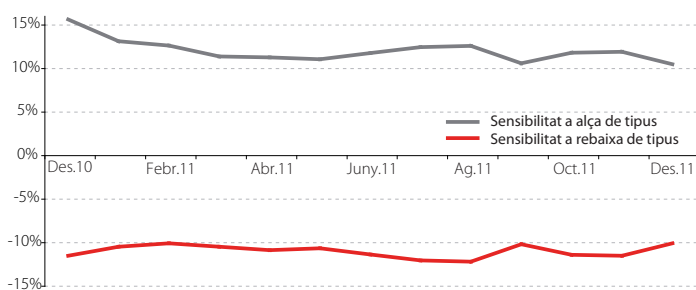
Risc de tipus d'interès

El risc de tipus d'interès es defineix com l'impacte en el valor de mercat dels actius i passius del Grup com a conseqüència dels moviments en els tipus d'interès. Les mesures que utilitza el Grup per avaluar aquest impacte són la sensibilitat del

marge financer per a un període d'un any a desplaçaments paral·lels de la corba de tipus d'interès de 100 punts bàsics per a les principals divises del balanç i la sensibilitat del valor de mercat dels recursos propis a desplaçaments paral·lels de la corba de tipus d'interès de 100 punts bàsics.

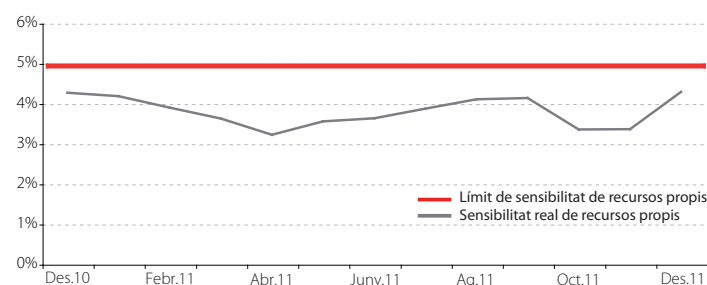
En la conjuntura de tipus d'interès històricament baixos amb què hem conviscut durant els darrers anys, el Grup, tal com ja va implementar els anys anteriors, manté una exposició positiva a desplaçaments de la corba de tipus d'interès, és a dir, el marge financer del Grup augmentaria en cas d'un repunt dels tipus d'interès i, a la inversa, es veuria reduït en cas d'una disminució. Aquesta gestió s'ha traduït en un *gap* de revaluacions dels actius i passius sensibles als tipus d'interès del balanç positiu, és a dir, a escala global la revaluació dels actius és anterior en el temps a la dels passius. Aquest posicionament es tradueix en la cessió de dipòsits a l'interbancari a terminis molt curts i la tinença d'una cartera d'inversió de renda fixa principalment en bons a tipus fix i en bons amb la rendibilitat lligada a l'euríbor a 3 o 6 mesos amb venciments a curt i mitjà termini, tot i que una part de la cartera està composta per bons de venciments llargs a tipus fix que permeten generar un marge adicional augmentant la duració de l'actiu del balanç. Durant l'any 2011 s'han contractat *interest rate swaps* a curt termini per nominals moderats que han permès capturar un marge adicional respecte als tipus d'interès a dia, així com *interest rate swaps* a llarg termini per cobrir el risc de duració d'una part de la cartera de deute a llarg termini.

Sensibilitat del marge financer a un any



El límit de sensibilitat dels recursos propis com a conseqüència d'un desplaçament paral·lel de la corba de tipus d'interès de 100 punts bàsics va ser aprovat pel Consell d'Administració a un nivell del 5%. Durant tot l'any 2011, la sensibilitat dels recursos propis ha estat positiva, com a conseqüència de l'estratègia de tipus d'interès adoptada i el posicionament del balanç, però sempre s'ha mantingut per sota d'aquest límit.

Sensibilitat dels recursos propis



Risc de tipus de canvi

El Grup entén el risc de tipus de canvi com l'impacte en el valor de mercat dels actius i passius del Grup denominats en divises diferents a l'euro com a conseqüència dels moviments en els tipus de canvi. Diàriament es fa un seguiment de les operacions de canvi al comptat i a termini per tal que la posició oberta de divisa sigui mínima. Al final d'any, la posició oberta global era d'1,87 milions d'euros, quan el límit global de posició neta oberta en divises és de 6 milions d'euros. Al llarg de l'any 2011, la posició neta curta màxima ha estat de -1,05 milions d'euros, i la posició neta llarga màxima, d'1,87 milions d'euros.

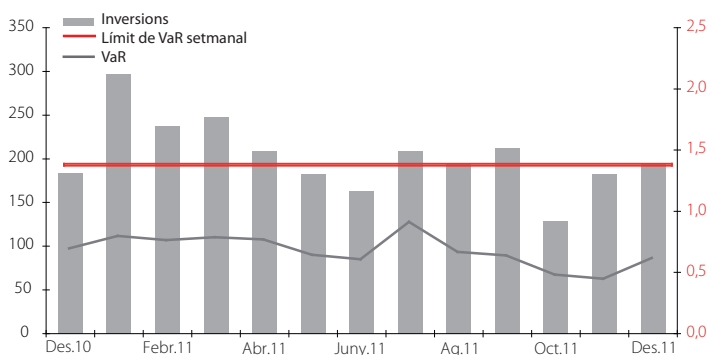
Risc de mercat

El risc de mercat s'entén com la pèrdua potencial a la qual està exposada la cartera de valors com a conseqüència de

canvis en les condicions de mercat, com ara els preus dels actius, els tipus d'interès, la volatilitat i la liquiditat del mercat. La mesura que utilitza el Grup per gestionar el risc de mercat de la cartera pròpia és la metodologia *value at risk* (VaR) com a estàndard general del mercat.

El mètode de càlcul del VaR utilitzat és el mètode paramètric. El càlcul obtingut correspon a la pèrdua màxima esperada a un horitzó temporal determinat i amb un nivell de confiança definit. El Grup calcula el VaR per a un horitzó temporal d'una setmana i amb un nivell de confiança del 99% i el període històric considerat per al càlcul de la matriu de correlacions i les volatilitats és de tres anys. El Consell d'Administració té aprovat un límit de VaR anual de 10 milions d'euros per a la cartera d'inversió ordinària i de negociació, que equival a un límit de VaR a una setmana d'1,4 milions d'euros. Durant l'any 2011, aquest límit de VaR no s'ha superat en cap moment. Així, el VaR mitjà calculat per a la cartera d'inversió ordinària i la cartera de negociació ha estat de 0,67 milions d'euros, amb un màxim de 0,90 milions d'euros i un mínim de 0,44 milions d'euros, mentre que la posició mitjana de la cartera d'inversió ordinària i de negociació ha estat de 203 milions d'euros. En global, la posició neta mitjana de la cartera de valors del Grup (que inclou 155 milions d'euros en derivats de cobertura) ha estat de 922 milions d'euros, i el VaR mitjà ha estat del 0,41% de la posició mitjana invertida.

VaR cartera d'inversió ordinària i de negociació



Al llarg de l'any 2011, ANDBANK ha avançat notablement en la implantació iniciada l'any anterior d'una eina amb abast des de *front office* fins a *back office* que permet gestionar una àmplia gamma d'actius financers i els seus riscos associats. L'objectiu que es pretén assolir és una millora en la identificació dels riscos de mercat en sentit ampli de la cartera d'inversió i una optimització de la seva gestió, que alhora permetrà disminuir de manera substancial el risc operatiu. Durant el 2012 es preveu que finalitzi la implementació de les funcionalitats més importants de l'eina al banc a Andorra i s'iniciï el projecte d'implantació de l'eina a les filials bancàries internacionals.

Risc de crèdit

El risc de crèdit fa referència a la pèrdua potencial provinent del fet que una contrapartida no compleixi les obligacions que té compromeses amb el Grup. L'exposició que té el Grup al risc de crèdit comprèn:

- El risc d'incompliment derivat de l'operativa habitual de tresoreria, que inclou bàsicament préstecs al mercat interbancari, préstec i endeutament amb valors, operacions *repo* i transaccions amb derivats OTC.
- El risc d'incompliment dels emissors de bons en cartera pròpia.

El Grup aplica una política prudent en l'assignació de límits, i autoritza l'exposició a aquells països amb una alta qualificació creditícia i, dins d'aquests països, a les entitats financeres més solvents. L'aprovació dels límits de risc per part del Consell d'Administració és anual, tot i que a mesura que s'han produït nous esdeveniments en la crisi del deute sobirà s'han revisat les línies per tal de reduir l'exposició als països afectats, i s'ha mantingut així un baix nivell de risc.

La concessió de límits és més estricta per a aquelles posicions amb contrapartides on no hi ha un col·lateral com a garantia. En aquests casos, es requereix que la contrapartida tingui

un ràting d'alta qualitat creditícia d'acord amb l'avaluació de les principals agències (Moody's, Fitch i S&P) i que el mercat li assigni un risc de crèdit moderat en termes relatius, que es reflecteix en el nivell al qual cotitza el CDS a 5 anys respecte a un índex. L'observació de la variable de mercat permet incorporar en el model amb major immediatesa qualsevol canvi en la qualitat creditícia de la contrapartida.

Amb la finalitat de reduir l'exposició al risc, el Grup utilitza valors com a col·lateral en diverses operatives, bàsicament transaccions amb derivats OTC, operativa *repo* i préstec i endeutament de valors. Per a aquelles contrapartides amb les quals hi ha signat un contracte màster ISDA amb acceptació de *netting*, s'efectua una compensació de l'exposició en derivats entre ambdues contrapartides. ANDBANK va signar el 2011 nous contractes ISDA, CSA i GMRA amb diverses contrapartides que permeten incrementar el nombre de contrapartides per efectuar transaccions amb derivats i, al mateix temps, limitar l'exposició al risc de la contrapartida. Durant l'any, també es va començar a dur a terme una gestió de col·laterals molt activa, que comprèn una monitorització diària de les exposicions subjectes als contractes esmentats i l'emissió de peticions de col·lateral addicional a aquelles contrapartides per a les quals l'exposició al risc així ho permetí.

La cartera de renda fixa del Grup s'ha vist afectada per les continuades davallades de ràting d'alguns emissors sobirans europeus i de la majoria de les entitats financeres europees, tot i que l'impacte en la valoració ha estat mitigat per l'efecte que els diferencials de crèdit d'aquests emissors ja estaven reflectint un major risc de crèdit i una bona part de la cartera té un venciment relativament curt. Així, la cartera de renda fixa es compon d'emissions en les quals el Grup manté una exposició directa al risc de l'emissor i/o garant, les quals tenen ràting de grau d'inversió, excepte en un cas; així com també per bons de cobertura de dipòsits estructurats de clients, que el Grup manté en el balanç, però per als quals n'ha transferit el risc als seus clients. La classificació de la cartera de renda fixa segons el ràting de l'emissor és la següent (en milers d'euros):

Ràting	Cartera de renda fixa		Total
	Amb exposició al risc de l'emissor i/o garant	Amb transferència del risc als clients	
AAA	140.819	5.081	145.900
AA+ fins a AA-	296.966	5.761	302.727
A+ fins a A-	365.659	18.034	383.693
BBB+ fins a BBB-	83.164	590	83.754
Grau d'inversió	886.608	29.465	916.073
BB+	3.350	-	3.350
B+	-	2.858	2.858
Grau especulatiu	3.350	2.858	6.208
Total	889.958	32.324	922.282

Respecte a l'exposició al risc de crèdit per operativa amb clients, la inversió creditícia del Grup se situa en 1.684 milions d'euros, principalment en pòlisses de crèdit i préstecs, i destaquen les operacions amb garantia hipotecària (861 milions d'euros) i garantia pignorativa (489 milions d'euros).

Els principals elements en la gestió del risc de crèdit són les polítiques de concessió i facultats, la monitorització de l'evolució de l'exposició i l'establiment de comitès periòdics (risc irregular, Comitès de Concessió de Riscos i Comissió Delegada). Les concentracions en risc de crèdit es revisen amb periodicitat setmanal, es mira que estigui dins dels paràmetres marcats pel supervisor i s'estableixen nivells d'endeutament màxim en determinats col·lectius. La responsabilitat de la gestió i control del risc de crèdit amb clients correspon al departament de Risc de Crèdit.

Paral·lelament, es duu a terme un control dels nivells de morositat per producte per tal d'ajustar les polítiques de concessió i les facultats. Les decisions de concessió es determinen a nivell d'operació. El seguiment de l'evolució del risc es fa a partir de l'anàlisi de variables qualitatives i quantitatives, adaptades als requeriments del supervisor.

La ràtio de morositat del Grup és del 3,60%, la qual se situa per sota de la mitjana de les institucions financeres dels països veïns. Durant el 2011, el Grup ha mantingut una política de dotacions conservadora i ha incrementat el fons de provisió per a insolvències en 1,4 milions d'euros. A més, durant

L'any s'ha procedit a la regularització de saldos antics i que es trobaven totalment dotats per un import de 6,9 MM d'euros.

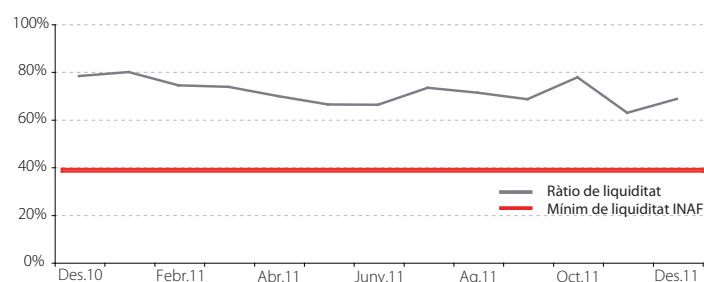
Risc de liquiditat

El risc de liquiditat es defineix com el risc que el Grup no pugui fer front als seus compromisos de pagament en un moment determinat com ara els ocasionats pel venciment de dipòsits, la disposició de línies de crèdit concedides o els requeriments de garanties en operacions amb col·lateral, entre d'altres. La major part del finançament prové dels dipòsits de clients, i és una font addicional de finançament el mercat interbancari, principalment mitjançant *repo*. En els darrers anys, l'augment de recursos propis, procedent d'una ampliació de capital i de la retenció de beneficis, també ha estat una font de fons destacable.

Una de les mesures de gestió de la liquiditat a curt i mitjà termini és el venciment residual dels actius i passius del balanç del Grup. El departament *Middle Office* monitora la posició de liquiditat diàriament, i verifica que es mantingui per sobre del mínim de liquiditat establert pel COAP. Aquest mínim se situa als 100 milions d'euros de *cash* a un dia i 100 milions d'euros addicionals entre *cash* i posicions altament líquides a una setmana. Aquest control inclou el seguiment diari de les posicions finançables amb *repo*.

Amb periodicitat diària es verifica també l'acompliment de la ràtio de liquiditat establerta per l'INAF, l'organisme supervisor del sistema financer andorrà. Aquesta ràtio compara els actius líquids i fàcilment mobilitzables amb els passius exigibles, i es fixa en un mínim del 40%, és a dir, s'exigeix que com a mínim l'entitat disposi d'un 40% de liquiditat o actius fàcilment convertibles en liquiditat per fer front a la totalitat del finançament rebut amb disponibilitat immediata o a curt termini. La ràtio de liquiditat mitjana del Grup durant l'any 2011 ha estat del 71,35%, i s'ha situat al final d'any al 68,41%.

Ràtio de liquiditat



Des de fa tres anys s'elabora mensualment un pla de contingència de la liquiditat del Grup, en el qual s'avalua quina és la liquiditat contingent en funció de diferents nivells de mobilització dels actius líquids i es té en compte el cost al qual s'obtindria aquesta liquiditat. El primer nivell inclou els volums prestats a l'interbancari que vencen fins d'aquí a una setmana, els bons financers amb venciment a curt termini i els volums no disposats de línies de finançament d'interbancari. El segon nivell inclou les emissions de deute més líquides, és a dir, el deute emès o garantit per estats, que es pot finançar amb *repo*, i el deute emès per entitats financeres amb col·lateral, principalment cèdules hipotecàries. El tercer nivell inclou la resta de deute líquid, entre el qual hi ha deute financer i corporatiu sènior, titulitzacions hipotecàries i productes estructurats no complexos. La liquiditat que es podria generar s'avalua respecte a la sortida neta de fons màxima que el Grup ha sofert en una setmana, aplicant-hi un factor d'estrès.

Risc operacional

S'entén com a risc operacional el risc de pèrdues derivades de la insuficiència o els errors dels processos interns, les persones i els sistemes o dels esdeveniments externs.

La responsabilitat del seguiment i control del risc operatiu del

Grup recau en el departament d'Auditoria Interna, que manté la base de dades d'incidències operacionals i exposa les mesures correctives a la Direcció General i Comissió d'Auditoria.

L'eficient funcionament del sistema de control intern genera un valor afegit al Grup en la mesura que permet millorar-ne la gestió, tot garantint l'eficàcia dels processos de negoci i facilitant el compliment de les normes legals vigents en cada país on el Grup té presència.

Risc reputacional

El risc reputacional es defineix com el risc actual o potencial d'ingressos i de capital derivat d'una percepció adversa de la imatge del Grup per part dels clients, les contrapartides, els accionistes o l'organisme regulador.

Per mitigar aquest risc, hi ha diversos mecanismes de control establerts. D'una banda, el Grup té aprovat un codi ètic de compliment obligatori per part de tots els empleats, que inclou els procediments per a la prevenció del blanqueig de diner i està subjecte a les normes ètiques i de conducta establertes per l'INAF. El responsable de supervisar el compliment de la normativa interna és el departament de Compliment Normatiu.

D'altra banda, per a la gestió d'aquest risc en relació amb la comercialització de productes i serveis als clients del Grup hi ha un procediment establert perquè abans del llançament de qualsevol producte, els departaments implicats en el control (entre d'altres, *Middle Office*, Auditoria Interna, Jurídic i Compliment Normatiu) manifestin la seva opinió respecte a l'adequació del producte, les seves característiques i els riscos associats amb antelació a la comercialització del producte.

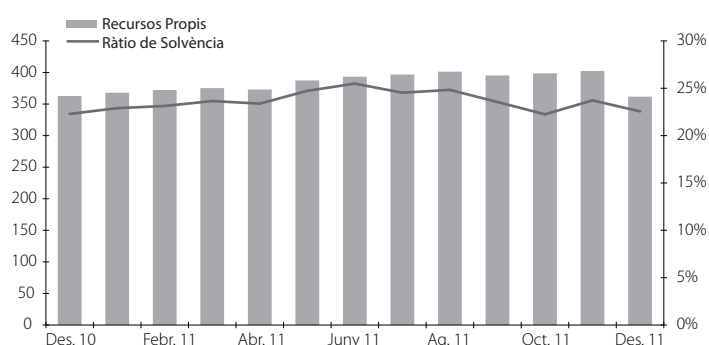
A més, el Grup opera seguint els paràmetres recollits en la Llei 14/2010 (adaptació de la Directiva europea de mercats d'instruments financers – MIFID), la qual té implicacions en la major transparència i protecció dels clients en el moment de contractar productes i serveis financers.

Gestió del capital

En la gestió del capital, el Grup té com a objectiu no tan sols mantenir una ràtio de capital que resulti suficient per suportar les activitats de negoci actuals i futures, i compleixi amb els requeriments del supervisor, sinó que a més ha de disposar d'un nivell de capital que reflecteixi la fortalesa financera i l'elevada solvència del Grup.

Al final d'any, la ràtio de solvència se situa al 22,56%, superior al doble que el nivell mínim exigít pel supervisor del 10% i molt per sobre respecte a la ràtio comparable mitjana de les institucions financeres europees. Els recursos propis ajustats assoleixen els 361,71 milions d'euros i el Grup manté un excedent de recursos propis de 201,37 milions d'euros.

Nivell de recursos propis ajustats i ràtio de solvència



L'any 2010, el Comitè de Supervisió Bancària de Basilea va aprovar l'increment dels requeriments mínims de capital de les entitats financeres, pel qual el *core equity* havia de ser com a mínim del 4,5% (respecte al 2% anterior) i les entitats havien de mantenir una provisió de conservació del capital d'un 2,5% addicional i, en funció de les circumstàncies, una provisió anticíclica addicional de fins al 2,5% del capital. Addicionalment, la ràtio Tier I mínima va augmentar fins al 8,5% (respecte al 6% anterior)

i la ràtio de capital total mínim fins al 10,5% (respecte al 8% anterior). En el nou entorn que es va definir, on a escala internacional les entitats que formen part del sistema financer han de prendre mesures extraordinàries per augmentar el seu nivell de capital i adequar-se així als nous requeriments de solvència, ANDBANK es troba en una posició de solvència excel·lent, amb una ràtio de *core equity* que se situa al 18,60%, essent l'import de *core capital* net d'actius immaterials de 298,21 milions d'euros.

7. Indicadors Socials

El Grup ANDBANK és conscient que cal tenir present en totes les seves decisions i actuacions empresarials els tres pilars de la sostenibilitat: el progrés econòmic, el progrés sociocultural i el progrés ambiental, amb el convenciment que la primera responsabilitat d'una empresa és crear riquesa de manera honesta i sostenible.

Aquest compromís comporta una relació molt directa i acurada amb totes les persones que formen part de l'empresa, i requereix consens entre totes les parts i la implementació de polítiques de comunicació innovadores que fomentin la interrelació i la participació, en tots els àmbits de l'empresa, en la presa de decisions amb l'objectiu de fomentar la coresponsabilitat entre els diversos nivells de l'organització i la confiança en el teixit empresarial del país.

La nostra Responsabilitat Social Corporativa obeeix a una profunda consciència de xarxa que porta a no pensar només en els processos, sinó també en les seves conseqüències. És un element clau de la nostra cultura corporativa, la qual es basa en els principis de la nostra missió, com a entitat; visió, com a empresa, i valors corporatius que ens defineixen com a una entitat orientada a la creació de valor per als nostres grups d'interès i amb una gestió i un procediment basats en l'excel·lència dels serveis.

El nostre grup cerca constantment les actuacions més idònies per als seus grups d'interès, que estan afectats de manera significativa pel negoci. Per aquest motiu, hem de tenir en compte

aquests grups, clients, accionistes, col·laboradors, proveïdors i la societat en general, en les estratègies i en la gestió del banc, i intentar mantenir-hi una relació i implicació estretes, per tal de conèixer-los millor i aconseguir formar part del seu desenvolupament de manera activa.

Els nostres clients són el centre de tota la nostra activitat financera i la raó de ser del nostre negoci. Per aquest motiu, hem de vetllar pels seus interessos i satisfer les seves necessitats més imminents. Per tal de complir aquesta condició, els nostres gestors i especialistes cerquen contínuament els millors productes per oferir les millors solucions.

Com a continuació del compliment de les normatives bancàries i per a la protecció del client, s'ha implantat definitivament i amb èxit la Llei 14/2010, la qual regula, entre altres aspectes, la prestació de serveis d'inversió per les entitats financeres andorranes, i recull els principis bàsics establerts en la Directiva comunitària 2004/39/CEE, del Parlament Europeu i del Consell, del 21 d'abril de 2004, coneguda com a MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*).

Un dels principals objectius de la MiFID és augmentar el grau de protecció dels clients i usuaris de serveis d'inversió de les entitats financeres, com a conseqüència de la creixent complexitat dels productes existents en el mercat. En aquest sentit, la MiFID obliga les entitats financeres a incorporar un

catàleg de normes a les quals s'han d'ajustar pel que fa a la prestació de serveis d'inversió, així com a millorar els nivells d'informació que s'ha de facilitar als mateixos inversors.

A part del formulari que els clients han d'omplir per valorar correctament la classificació de cadascun dels nostres clients, s'ha elaborat una sèrie de documents per poder donar compliment a l'esmentada normativa que inclou un Pack de benvinguda, en el qual el client trobarà les orientacions necessàries per poder omplir tota la documentació.

Pel que fa al disseny i la creació de nous productes, el grup té un enfocament estratègic senzill, però alhora pràctic i innovador, basat en dos grans eixos:

- Donar resposta a les necessitats financeres actuals i futures dels nostres clients, de la manera més fàcil, flexible i entenedora possible.
- Oferir productes per a persones, fets per persones.

Qualsevol producte dissenyat per ANDBANK sorgeix de l'afany constant per satisfer les necessitats dels nostres clients, però, a més, per fer-ho de la millor manera possible.

No és gens estrany, doncs, que en el disseny d'un producte s'inclouin criteris com ara: facilitat de comprensió i contractació, minimització d'errors, cerca de l'agilitat en l'execució, flexibilització en funció de les preferències del client, etc. Entenem que un producte no ha de crear una necessitat, sinó donar resposta i satisfacció a necessitats que té plantejades el client, o que li sorgeixen en un moment concret.

En aquest sentit, el 2011 l'entitat ha dissenyat, entre d'altres, un producte dirigit als joves emprenedors per ajudar-los a realitzar les seves idees i donar-ne l'oportunitat a tots aquells que tenen una visió de futur.

El crèdit Emprenedors és un programa de finançament tou per ajudar aquelles persones que volen posar en marxa un negoci i que econòmicament necessiten suport per començar la seva aventura empresarial.



Els nostres emprenedors

ANDBANK social

L'any 2011 ha seguit el solc del 2010, amb força moviments i fluctuacions dels mercats financers, canvis polítics, fites esportives, esdeveniments culturals, innovacions tecnològiques. ANDBANK ha continuat també amb el seu compromís de consolidació en la participació en diversos esdeveniments, tant locals com globals, que durant aquest any s'han anat succeint.

L'Associació Solidària de Col·laboradors d'ANDBANK (ASCA), creada el 2007, complementa les accions solidàries d'ANDBANK coordinant i fent més eficient l'acció de tots els col·laboradors de l'empresa en la projecció i el suport a les demandes d'ajuda solidària cap a diversos projectes liderats per col·laboradors. En aquest sentit, l'ASCA ha continuat amb la seva implicació en les ajudes relacionades amb els infants, els joves o els col·lectius de risc, que s'han dut a terme de manera altruista i han donat suport a diversos projectes solidaris, tant en l'àmbit nacional com internacional.

Alguns dels projectes d'enguany han estat dirigits cap als joves de la Gavernera, un centre d'acolliment d'infants amb el qual col·laborem des que es va crear l'associació. Altres projectes han estat la recollida d'aliments i medicines destinats

als campaments de refugiats de Tindouf o a un dispensari d'Haití dirigit per gent d'Andorra. Igualment, s'han realitzat aportacions econòmiques per a nenes de Sierra Leone i del Marroc per tal d'ajudar-les en les intervencions mèdiques necessàries per recuperar-se de les malalties que patien. Així mateix, l'Associació continua amb l'apadrinament d'un nen de Xile d'onze anys per tal de col·laborar en el seu creixement personal i educatiu.

Cal remarcar la col·laboració, un any més, amb AINA i mossèn Ramon de Canillo en l'edició del cançoner que acompanya els infants en els torns de colònies i en les activitats que el casal d'infants organitza durant l'any. Amb aquesta ajuda es poden atorgar beques a infants que, com que no disposen de la possibilitat econòmica familiar, no podrien accedir a unes setmanes de colònies on gaudir de la natura i de bona companyonia.

ANDBANK amb l'esport

La vinculació d'ANDBANK amb l'esport ve de lluny; treballem el patrocini de l'esport a través dels clubs, de les federacions andorranes i del Comitè Olímpic Andorrà (COA), per tal de millorar l'esport andorrà i reforçar la imatge exterior d'Andorra. El 2011 ha estat un any mogut per als esportistes del COA. El primer dels esdeveniments ha estat el dels Jocs dels Petits Estats, que es van celebrar a Liechtenstein. Andorra va acudir-hi amb 52 participants. No obstant això, es van aconseguir en total 15 medalles, tres de les quals van ser d'or, set d'argent i cinc de bronze. Els atletes van participar en les modalitats de natació, atletisme, judo, tir i voleibol. Igualment, aquest any ha estat històric per al COA en la secció d'esquí. Per primer cop a la història del país, el jove Joan Verdú va aconseguir un podi als Jocs Olímpics de la Joventut, celebrats a Innsbruck.

El mes de febrer, els atletes andorrans van participar en els Jocs Olímpics d'hivern que es van celebrar a Vancouver, Canadà. Els resultats van ser avaluats com a correctes, sobretot de cara al futur i als Jocs Olímpics de Sotxi 2014. A més,

aquest any es va fer la presentació de l'equip, que es va desplaçar a la primera edició dels Jocs Olímpics de la Joventut, que van tenir lloc a Singapur, del 14 al 28 d'agost del 2010. Aquesta competició va destinada a nois i noies d'entre 14 i 18 anys i el Principat hi va participar amb quatre representants pertanyents a les federacions d'atletisme, judo, gimnàstica i natació. La presidenta de la Federació Andorrana de Gimnàstica, Eva Rodríguez, va ser la cap de missió d'aquesta expedició que va comptar també amb l'assessorament tècnic de Francesc García i Miquel Ripoll. La banderera d'Andorra va ser Mònica Ramírez.



Representació del COA als Jocs Olímpics d'hivern a Vancouver, Canadà

Com a esdeveniments esportius destacats cal esmentar un any més l'equip de *freestyle*. Aquesta modalitat ha anat prenent força gràcies als més joves esquiadors. Un esport que està arrelant amb força al país i que està guanyant molts aficionats per la seva espectacularitat, per la qual cosa, ANDBANK ha apostat per aquesta nova tendència. L'ANDBANK Freestyle Team, format per joves corredors que estan obtenint excel·lents resultats en les competicions, està donant fruit. El jove esquiador, Scott Jordan, va quedar en la 8a posició en la competició de la Copa d'Europa que es va celebrar a Saas Fee, Suïssa, i va obtenir una destacada 22a posició en la Copa del Món, que va tenir lloc a Deer Valley, als Estats Units.

L'esquí ha continuat essent un dels esports que ha comptat amb més suport, ja que a més de les competicions internacionals ressenyades, s'ha col·laborat també amb la ja tradicional cursa del Memorial Manuel Cerqueda d'esquí de veterans, organitzada per l'Esquí Club d'Andorra. La 22a edició va tenir lloc a les pistes de Vallnord, al sector d'Arinsal, i van participar-hi prop de 80 esquiadors en la categoria d'eslàlom gegant.

El bàsquet i el futbol han tingut també especial ressò, amb el patrocini d'ANDBANK, en l'impuls d'aquests esports tant amb nens andorrans com dels països veïns. Una nova edició del Campus Nike ha portat dues estades de bàsquet i futbol, en el marc del Pavelló Joan Alay, l'Estadi del M.I. Consell General i l'Estadi Comunal d'Andorra la Vella, en els quals nens i nenes han pogut aprendre les tècniques de cadascun d'aquests esports sota el guiatge de primeres figures. En aquesta 13a edició ens van acompanyar els jugadors de futbol Bojan Krkic, i Thiago Alcántara, i els de bàsquet Juan Carlos Navarro i Ricky Rubio, del FC Barcelona, i Rudy Fernández, jugador del Portland Trail Blazers, de la lliga dels EUA. En el primer torn van tenir el plaer de jugar amb i contra un dels participants més veterà del Campus, la "Bomba" Navarro. Quant al futbol, Bojan va tancar el primer torn amb una festa totalment dedicada als participants en aquesta cita esportiva tan esperada de cada estiu. Durant el segon torn, els jugadors de bàsquet van tenir també el privilegi d'entrenar amb dos jugadors importants, Ricky Rubio i Rudy Fernández, els quals van respondre també totes les preguntes que els joves els anaven fent.

També en l'àmbit del bàsquet, l'esport d'elit ha repetit l'èxit del Global Tech, organitzat per Esport en Joc Grup i Global Sports Advisors, amb Manel Bosch i Ferran Martínez al capdavant. Aquesta estada s'ha convertit ja en una referència per als joves valors del bàsquet, algun dels quals s'està començant a confirmar a l'ACB. En aquest campus l'objectiu és treballar i millorar els diferents aspectes tècnics del joc amb un gran equip de professionals i amb unes condicions immillorables, amb treball en grups reduïts per fer un seguiment individualitzat de cada participant i amb l'ajut de les últimes

tecnologies per tal d'obtenir dades per analitzar l'evolució posterior dels jugadors provinents de diversos països que participen en aquest campus. En aquesta sisena edició van comptar amb la presència d'un autèntic mite del bàsquet, Aíto García Reneses, una institució en el món del bàsquet per la seva trajectòria professional, i del no menys cèlebre Ricard Casas, un altre il·lustre entrenador de l'ACB.



Ricky Rubio a la roda de premsa del Campus Nike

El golf continua essent un dels patrocinis d'ANDBANK de referència. Aquest any el Circuit ANDBANK de Golf ha celebrat el seu onzè aniversari amb tres etapes i una final. Un dels objectius del circuit ha estat sempre accedir a camps espanyols de reconegut prestigi. En aquesta edició s'han disputat les proves en els camps d'El Prat (Barcelona), l'Empordà i el clàssic de la cita: al Costa Dorada, a Tarragona. Els primers classificats del campionat van tenir l'oportunitat de participar a la final, en el camp de golf El Saler, a València, i van poder gaudir d'un camp considerat entre els 10 millors recorreguts d'Espanya i del món. El circuit ANDBANK de golf ha estat un èxit d'assistència amb més de 350 participants.

ANDBANK amb la cultura

El suport incondicional a la cultura torna a ser un dels objectius d'ANDBANK, ja que s'entén com un dels eixos de cohesió de tota societat. Des de l'entitat es dona suport a iniciatives culturals diverses per poder difondre, al màxim públic possible, la rica oferta cultural que hi ha al Principat. Dins aquest àmbit podem incloure, per exemple, la col·laboració que mantenim amb les ambaixades espanyola, portuguesa i francesa per a la difusió de les cultures d'aquests països dins d'Andorra.

De la col·laboració amb l'ambaixada espanyola va sorgir l'habitual projecte cultural. Un concert en clau de jazz que va tenir lloc al Centre de Congressos de la capital, a càrrec de Soledad Jiménez, exvocalista del grup Presuntos Implicados, i que va estar acompanyada per la *big band* que dirigeix Ricardo Belda. Aquesta actuació està emmarcada dintre del cicle Concerts en família i va adreçada a tot tipus de públic i per a totes les edats.



Sra. María Venegas, representant de l'Ambaixada Espanyola

Un any més, s'ha dotat el Premi Manuel Cerqueda de novel·la Curta, que es lliura durant la Nit literària que el Cercle de les Arts i les Lletres organitza anualment. En aquests premis es guardonen les millors obres presentades en diferents disci-

plines artístiques. El 2011 es va presentar un nombre important d'obres, 14 en total. Aquest cop, i per unanimitat, el jurat va decidir no concedir cap premi a les obres presentades, atesa la baixa qualitat de redacció i desenvolupament dels textos.

ANDBANK i l'entorn empresarial

ANDBANK impulsa iniciatives en l'entorn empresarial i destaca la col·laboració en l'organització del Fòrum Empresa Familiar.

Aquesta 10a edició del Fòrum de l'empresa Familiar que va compartir amb altres patrocinadors, tractava de la innovació i el creixement de les empreses. Com sempre, l'EFA va convidar ponents de primer ordre per tractar el tema de la conferència. Enguany els ponents foren:

- Excm. Sr. Xavier Trias
Alcalde de Barcelona
- Sr. Michel Bouquier
Delegat general de Turisme del Principat de Mònaco
- Sr. Raul Peralba
President de Positioning Systems
- Sr. Ramon Adell
President Honorari de l'Associació Espanyola de Directius
- Sr. Ram Bhavnani
President de Venture Capital Global Gazelles

Un dels segments en el qual l'entitat té un paper més proactiu és el del món empresarial. Per aquest motiu, ANDBANK ha celebrat diverses conferències per als seus clients empresaris per tal de facilitar i donar respostes a les necessitats i als interessos, tant financers i econòmics com d'actualitat, d'aquest sector.

La primera conferència va tenir lloc el mes de juny a càrrec d'un dels economistes amb més trajectòria i reconeixement internacional, Jurgen B. Donges. El ponent, catedràtic emèrit de ciències econòmiques per la Universitat de Colònia i *senior fellow* de l'Institut de Política Econòmica de Colònia, va presentar el "Panorama econòmic europeu" amb el qual va explicar els riscos i la incertesa financera actual. Posseïdor d'un llarg currículum dins del món financer, el conferenciant ha escrit nombroses publicacions, llibres i articles en revistes especialitzades, entre les quals hi ha diversos estudis sobre l'economia espanyola, a més de col·laborar amb diversos diaris i mitjans de l'Estat espanyol.

La segona conferència va anar a càrrec del mediàtic Leopoldo Abadia. L'autor del llibre *La hora de los sensatos* va basar la seva ponència en aquesta publicació, i va ser un èxit d'assistència. Abadia és professor de l'IESE i de la Harvard Business School. Ha estat el creador de la teoria Ninja, la qual li ha proporcionat nombrosos èxits i l'ha dut a realitzar nombroses ponències durant els darrers tres anys. És autor dels llibres *La crisis Ninja*, i *¿Qué hace una persona como tú en una crisis como ésta?*



Leopoldo Abadia, "La Hora de los Sensatos"

La darrera conferència va tractar un tema d'actualitat i l'assistència va ser considerable atès el tema que s'hi va pre-

sentar: "L'empresa andorrana davant el nou marc tributari. Actuacions prèvies i implicacions pràctiques". Els bufets d'advocats Cuatrecasas i Borrell Advocats van tractar els reptes que planteja als empresaris i professionals liberals la implantació del nou marc fiscal aprovat durant la passada legislatura i que el Govern actual va modificar. En la ponència es van tractar els diversos impostos aplicats: l'impost sobre societats, l'impost sobre activitats econòmiques i l'impost sobre la renda als no residents.



Bufet d'advocats Cuatrecasas i Borrell Advocats.

8. Consell d'Administració i Organització



Presidència

Òscar Ribas Reig
President Honorari

Manel Cerqueda Donadeu
President

Oriol Ribas Duró
Vicepresident

Consell d'Administració

Germán Castejón Fernández
Conseller en representació de Reig Finances, S. A.

Manel Ros Gener
Conseller

Jordi Comas Planas
Conseller Delegat

Xavier Santamaria Mas
Conseller

Pere Grau Hoyos
Conseller en representació de CEDO, S. A.

Josep Sansa Torres
Secretari (no conseller)

Enric Palmitjavila Ribó
Conseller

Josep Vicens Torradas
Conseller en representació d'IGESA

Direcció General



Jordi Comas Planas
Conseller Delegat



Ricard Tubau Roca
Director General



José Luis Muñoz Lasuén
Director General Adjunt
Serveis Corporatius

Estructura Organitzativa



Carlos Aso Miranda
Sots director General
Banca Privada i Màrqueting



Josep M. Cabanes Dalmau
Sots director General
Banca País



Josep Xavier Casanovas Arasa
Sots director General
Control de Risc



Jordi Checa Gutés
Sots director General
Recursos Humans i Mitjans



José Ignacio García Fernández
Sots director General
Banca Privada Amèrica



Josep García Nebot
Sots director General
Planificació Patrimonial



Angel Martínez Belmonte
Sots director General
Organització i Sistemes



Santiago Mora Torres
Sots director General
Inversions



Joaquín Valenzuela Pulido
Sots director General
Serveis Jurídics

9. Localitzacions i Adreces

ANDORRA

Andorra Banc Agrícola Reig, S. A.
Llicència Bancària

C/Manuel Cerqueda i Escaler, 6
AD700 Escaldes-Engordany, Andorra
Tel. +376. 873. 333
comunicacio@andbank.com

Andorra Gestió Agrícola Reig, S. A.
Gestora de Fons d'Andorra

BRASIL

LLA Participações Ltda.
Holding de Gestora de fons i de carteres

Av. Brigadeiro Faria Lima,
2391 - 5 andar Jd.
Paulistano, CEP 01452-000
São Paulo - SP, Brasil
T. +55. 113. 095. 70. 70
recepcao@lla.com.br

ESPANYA

ANDBANK Luxembourg S. A. , Sucursal a Espanya
Sucursal Bancària

Oficina Madrid

Paseo de la Castellana, 55, 3º
28046 Madrid. España
T. + 34. 91. 206. 28. 50
info.spain@andbank.com

Oficina Barcelona

Passeig de Gràcia, 85, 2n
08008 Barcelona. España
T. + 34. 93. 154. 09. 99
info.spain@andbank.com

Medipatrimonia Invest S. L. - Medivalor A. V.
Assessorament d'inversions i gestió de carteres
Agent de Medivalor / Agència de Valors

Passeig de la Bonanova, 47
08017 Barcelona. España
T. + 34. 93. 567. 88. 88
medpatrimonia@med.es

LES BAHAMES

Andbanc (Bahamas) Limited
Llicència bancària
British Colonial Centre of Commerce
1 Bay Street 3rd floor, Suite 304
Nassau, Bahamas
T. +1. 242. 322. 40. 81
info.bahamas@andbank.com

LUXEMBURG

ANDBANK Luxembourg S. A.
Llicència bancària
7A Rue Robert Stümper
L-2557 Luxembourg
T. +35. 227. 497. 61
info.luxembourg@andbank.com

**ANDBANK Asset Management
Luxembourg S. A.**
Gestora de Fons de Luxemburg

MÈXIC

Columbus de México, S. A. de C. V.
Gestora de Patrimonis
Blvd. Adolfo López Mateos 2370, 1º
01060 México D.F., México
T. +52. 555. 377. 28. 10
info@columbus.com.mx

MIAMI

**Andbanc Wealth Management LLC
Holding**
1221 Brickell Avenue, Suite 1550
Miami, FL 33131. USA
T. +1. 305. 702. 06. 00
info.miami@andbank.com

Andbanc Brokerage LLC
Companyia de Broqueratge

Andbanc Advisory LLC
Gestora de patrimonis

MÒNACO

Andbanc Monaco SAM
Llicència bancària
1, Avenue des Citronniers - BP 97
NC 98002 Monte-Carlo
Principauté de Monaco
T. +37. 793. 253. 013
info@andbank-monaco.mc

PANAMÀ

Andbanc (Panamá) S. A.
**Llicència bancària internacional i
casa de valors**
Torre Generali (piso 26)
Samuel Lewis Avenue, Street 54
East, Obarrio Area. Panamá
T. +50. 726. 366. 96
info.panama@andbank.com

SUISSA

Andprivatewealth S. A.
Gestora de Patrimonis
Place du Molard, 3
1204 Genève. Suisse
T. +41. 228. 183. 940
info.apw@andpw.com

URUGUAI

AND PB Financial Services S. A.
Oficina de representació d'Uruguai
Av. Luis A. de Herrera 1248
Oficina 414, Torre B
World Trade Center
11300 Montevideo. Uruguay
T. +59. 826. 286. 885
info.uruguay@andbank.com

**Quest Capital Advisers agente de
valores, S. A.**
Gestió de carteres i agència de valors
Edificio @1, piso 3, Of 303
Zonamérica. Ruta 8, Km 17500
91600 Montevideo. Uruguay
T. +59. 825. 182. 222
info@questadvisers.com

