


Memoria Anual 2011

ANDBANK /
Private Bankers

Índice Memoria 2011

- 
- 0.** Principales datos del Grupo ANDBANK
 - 1.** Carta del Presidente y del Consejero Delegado
 - 2.** Evolución económica y mercados financieros 2011
 - 3.** Evolución prevista para la economía global y los mercados financieros 2012
 - 4.** Informe de Auditoría
 - 5.** Estados Financieros Grupo ANDBANK
 - 6.** Gestión del Riesgo
 - 7.** Consejo de Administración y Organización
 - 8.** Localizaciones y Direcciones

0. Grupo ANDBANK

Principales datos del Grupo ANDBANK

VOLUMEN	2011	2010
Activo Total	3.367.657	3.205.064
Inversiones Crediticias Brutas	1.711.830	1.637.528
Recursos de Clientes	9.159.913	7.694.488
Volumen de Negocio	10.871.743	9.332.016
Recursos Propios	443.149	415.490

Cifras en miles de euros

RESULTADOS	2011	2010
Resultados	54.246	40.778
Resultados antes impuesto indirecto	68.940	53.530
Margen Financiero	51.005	45.104
Margen Básico	159.692	131.779
Margen Ordinario	170.535	141.684
Margen Explotación	70.051	58.460

Cifras en miles de euros

RATIOS	2011	2010
ROE	12,61%	10,60%
ROA	1,79%	1,35%
Eficiencia	43,01%	42,27%
Solvencia	22,56%	22,29%
Empleados	530	462

RATING (FITCH RATINGS)	2011	2010
Largo plazo	A -	A -
Individual	B/C	B/C
Corto plazo	F2	F2

1. Carta del Presidente

Manel Cerqueda Donadeu. Presidente del Consejo de Administración



Diferentes crisis se han ido entrelazando desde 2007 hasta hoy, dejando claro el cambio de ciclo y los desequilibrios en el ámbito mundial. En estos años se han sucedido la crisis de las denominadas *subprime*, la crisis de liquidez del sistema financiero, la crisis de solvencia del sistema bancario internacional y, en el último año, la inesperada dificultad de crecimiento económico, en especial de los países desarrollados. Este menor crecimiento de los países desarrollados junto a un sector bancario dañado ha desembocado en la crisis de deuda soberana, cuyo efecto más grave ha sido el hecho de poner en duda a Europa y hacer peligrar la moneda única.

La economía mundial creció un 3,8% a nivel global pero, como era de esperar, hubo importantes divergencias geográficas. Las economías desarrolladas crecieron un promedio del 1,6%, mientras que los países emergentes y en vías de desarrollo lo hicieron en torno al 6,2%. Dentro de la zona euro con dificultades para crecer, pero también con grandes diferencias entre países, Alemania fue, una vez más, el país que impulsó el crecimiento económico con un aumento del PIB del 3%. España fue uno de los países que quedó a la cola del crecimiento económico con un tímido incremento del PIB del 0,7% y una muy preocupante tasa de paro del 22,9%.

Las diferencias en las tasas de crecimiento de los países miembros y el déficit generado por el bajo crecimiento y por el coste del rescate del sector bancario crearon fuertes amenazas de desaparición de la zona euro e, incluso, abrieron la puerta a la posible salida por parte de algunos países periféricos de la moneda única. Esta situación ha causado pánico en los países afectados y una grave afectación en los principales activos financieros. Grecia y Portugal siguen siendo el foco de atención de analistas e inversores, que han castigado de forma muy dura los activos relacionados con estos dos emisores. La sombra también ha afectado a España e Italia, que vieron cómo se ampliaba su prima de riesgo de forma significativa.

Un año adverso también para los mercados financieros, donde casi la totalidad de los activos financieros de riesgo experimentaron fuertes descensos. Los índices de renta variable de la mayor parte del mundo experimentaron caídas, en algunos casos, muy pronunciadas. En Europa, el Eurostoxx 600 cerró muy por debajo de su homólogo americano al experimentar un descenso del 17% anual. En cuanto a los índices de América Latina, las caídas también fueron pronunciadas, con una media del 22%. Las materias primas, a excepción del petróleo, también sufrieron un año de importantes ajustes, con caídas de entre un 20 y un 30%. El mercado inmobiliario vivió igualmente caídas importantes en la mayoría de los países desarrollados. La excepción a las caídas, y como consecuencia de la incertidumbre global, ha sido la deuda soberana considerada como de calidad (Estados Unidos y Alemania).

Los continuos problemas de acceso de los bancos a las líneas tradicionales de financiación han limitado el crédito a empresas y particulares, lo que ha sido y será un importante freno para la recuperación.

2011 fue un año de cambios, complejo y muy adverso para el sector financiero. Los resultados de la mayoría de los principales bancos internacionales han visto fuertes descensos en sus beneficios y muchos otros incluso han visto como un año más se ponía en riesgo su solvencia y viabilidad.

A pesar de esta coyuntura tan desfavorable, el ejercicio ha sido muy positivo para ANDBANK. Hemos aumentado el beneficio neto un 33%, hasta los 54,2 millones de euros, y los márgenes ordinarios y de explotación han crecido en torno al 20%. En recursos gestionados de clientes hemos crecido un 19%. Pocos bancos pueden presentar estas credenciales en un año con un entorno tan adverso.

No sólo hemos alcanzado buenos resultados en el año, sino que hemos continuado avanzando hacia nuestros objetivos a medio plazo de construir un banco global de referencia en banca privada. El éxito de la entidad se debe a la fuerte apuesta por atraer talento en un entorno meritocrático y a un modelo de servicio que intenta dar respuestas personalizadas casi al instante con confidencialidad absoluta y en el cual el objetivo prioritario del banco es preservar el patrimonio del cliente, ofreciendo el mejor consejo y el mejor producto, ya sea nuestro o de terceros.

El banco ha hecho del talento su lema principal. Los accionistas apostamos por atraer al mejor talento, esté donde esté. Por eso hemos impulsado el lema del banco *Only talent performs* (sólo el talento da resultados). Somos coherentes y aspiramos a que los mejores profesionales se sientan atraídos por nuestra propuesta de valor. Creemos que sólo si continúa siendo así conseguiremos nuestros retos.

La base de nuestra filosofía de gestión es el profundo entendimiento de la responsabilidad que tenemos a la hora de gestionar los activos de nuestros clientes. Especialmente en momentos como los actuales, en los que la volatilidad del mercado es elevada y con tendencia bajista. Esto se traduce en una cultura de riesgo prudente, en la que se prima la preservación del patrimonio; una elevada sofisticación de los gestores, que desarrollan modelos cuantitativos que son capaces de anticipar y de reducir riesgos antes de producirse las caídas, y una arquitectura abierta para ofrecer el mejor producto.

En un entorno nunca visto como el actual, 2012 previsiblemente volverá a ser un año muy complicado, donde el crecimiento de todas las áreas, tanto desarrolladas como emergentes, sufrirá un fuerte descenso. Y, posiblemente, será un año entre los muchos más que vendrán hasta que las economías desarrolladas, las familias y las empresas no reduzcan el endeudamiento y se ponga fin a la crisis soberana, especialmente en lo que respecta a Europa. Este entorno es especialmente duro para el negocio financiero, con importantes caídas de margen y una acentuada dificultad para captar riqueza en economías en contracción.

No obstante, creemos que estos tiempos de dificultad nos brindan una oportunidad de seguir atrayendo al mejor talento y de seguir con nuestra expansión internacional con el éxito que nos ha acompañado hasta el momento.

El proyecto internacional ha sido uno de los pilares del Plan Estratégico y estamos satisfechos porque los objetivos marcados se están alcanzando con creces. Estamos creciendo en doble dígito en todas las nuevas jurisdicciones. A 5 años vista, nuestra entidad aspira a doblar el volumen de recursos gestionados para poder mejorar aún más nuestra competitividad.

ANDBANK es actualmente un banco de banca privada con presencia en 12 países y tres continentes, con 5 licencias bancarias. Somos un banco con una fuerte presencia en banca privada en Europa y América Latina. En 2011 hemos entrado en el mercado brasileño con la compra del 51% de LLA Invetimentos, hemos obtenido los permisos para iniciar operaciones en España a través de una sucursal luxemburguesa y hemos comprado un banco en Mónaco para complementar las jurisdicciones europeas.

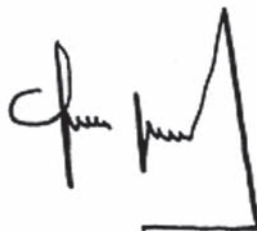
En los próximos años no aspiramos a entrar en más países, sino en crecer en las jurisdicciones donde estamos presentes. Estamos en muchas jurisdicciones, especialmente en América Latina, con un presente y futuro brillantes, y queremos aprovechar estos años de crecimiento económico en estos países para convertirnos en un banco privado de referencia.

Año tras año nos vamos imponiendo nuevos retos. Estamos orgullosos porque este año hemos alcanzado los hitos marcados el año anterior. Guiados por este espíritu de mejora continua y vocación internacional, a principios de 2012 Andbanc ha pasado a llamarse ANDBANK, incorporando una nueva identidad visual. En esta nueva imagen se reflejan los mismos valores que nos han acompañado desde el inicio del banco en 1930: la independencia, la profesionalidad y la confidencialidad, y hemos reforzado la vocación internacional junto a un firme compromiso con el desarrollo económico y social de las sociedades de las que formamos parte.

La estrategia y la gestión de ANDBANK han recibido un año más el reconocimiento de la agencia internacional Fitch Ratings que en 2011 mejoró su valoración. Así, la agencia ha calificado un rating a largo plazo de A-, a corto plazo de F2, uno individual de B/C, y mejoró su previsión/Outlook. Esta calificación es un reflejo de una gestión dinámica y una buena solvencia y liquidez, así como de unos niveles satisfactorios de rentabilidad. El rating a largo plazo A- pone de manifiesto una baja probabilidad de riesgo de crédito, así como una fuerte capacidad de retorno de los compromisos adquiridos. La calificación individual de B/C evalúa positivamente otros factores como la rentabilidad, la integridad del balance, el entorno operativo, las perspectivas de futuro y la diversificación.

Los accionistas estamos haciendo una apuesta a largo plazo por el banco. Sabemos que los próximos años serán muy adversos, pero creemos que son tiempos para invertir en el futuro, ya que serán años de oportunidades para aquellos que, como nosotros, creen en el negocio de banca privada bien hecho. No nos obsesionan los resultados a corto plazo. Por este motivo, queremos seguir invirtiendo de forma decidida. Estamos convencidos de que tenemos un modelo ganador y los resultados seguirán llegando, como lo han hecho en los últimos años.

Quiero aprovechar estas líneas para agradecer la confianza que año tras año nuestros clientes depositan en nosotros; sin su confianza nuestra entidad no tendría razón de ser. Este año, más que nunca, quisiera dar las gracias a todos nuestros colaboradores por su fidelidad y profesionalidad en un periodo tan difícil y lleno de incertidumbres como el actual. Su compromiso, su valía y su capacidad de trabajo nos permiten afrontar el futuro con determinación, confianza, ilusión y optimismo.



Manel Cerqueda Donadeu
Presidente del Consejo de Administración

Carta del Consejero Delegado

Jordi Comas Planas. Consejero Delegado



Tal como comenta nuestro Presidente en su carta, 2011 ha sido un año muy desfavorable desde el punto de vista económico y financiero. Ha sido el cuarto año de una crisis muy intensa, seguramente sólo comparable a la del 29. A finales de 2010, muchos expertos vaticinaban que en 2011 la economía se empezaría a recuperar, aunque fuera lentamente, y que los mercados se normalizarían. A principios de 2012 hay un consenso casi absoluto de que estamos ante una crisis que será muy larga. Es más, parece que la crisis económica en Europa aún no ha tocado fondo. La volatilidad y el nerviosismo de los mercados han vuelto a niveles de 2008, posiblemente el peor año de todos. Pocos analistas se aventuran ya a hablar del número de años necesarios para salir de la crisis económica, y los mercados financieros, lejos de estabilizarse, están recogiendo la gran incertidumbre y el pánico en algunos momentos.

Esta crisis ha golpeado duramente a los bancos en las economías desarrolladas. Los balances de los bancos en países que han sufrido una burbuja inmobiliaria, como España o Irlanda, están muy dañados. Además, las inversiones de algunos bancos en activos tóxicos los pusieron en apuros al inicio de la crisis. Pero en todos los casos, la coyuntura actual de bajos tipos de interés y de clientes conservadores que demandan inversiones con bajo riesgo está penalizando a la cuenta de resultados de los bancos sanos.

Específicamente, los márgenes de bancos especializados en banca privada, como es nuestro caso, se ven muy presionados por la lógica menor voluntad de asumir riesgos de los clientes. La prudencia, que nosotros venimos alentando desde el 2008 con la voluntad de preservar su patrimonio en momentos como los actuales, es nuestra obsesión.

Ante este entorno tan desfavorable, nuestro Grupo ha logrado cerrar el 2011 con un incremento del resultado neto del 33%, hasta los 54,2 millones de euros. Estos buenos resultados se han conseguido a pesar del fuerte despliegue internacional que ha incrementado los gastos del Grupo un 20% y una prudencia en forma de dotaciones para preparar el banco para el futuro, unos 19 millones de euros.

Se ha realizado una gestión muy rigurosa y estricta para alcanzar estos resultados. En este sentido, se han seguido reduciendo los gastos generales en la matriz. La disminución de dichos gastos supone un 32% sobre los máximos del 2008. Este ahorro ha servido para financiar una parte de la expansión internacional, sustituyendo gasto discrecional por productivo. La contratación de nuevos banqueros privados de mucho nivel en las nuevas áreas de expansión ha aportado al Grupo un crecimiento de los recursos gestionados del 8% en 2011. Este crecimiento es realmente muy diferencial en comparación con el crecimiento de la banca privada internacional. A esta cifra de recursos gestionados, hay que añadir las adquisiciones en 2011 del banco en Mónaco, Monte dei Paschi di Siena y del 51% de LLA Inversiones, en Brasil (una de las mayores gestoras de patrimonios independientes), que han aportado al Grupo un crecimiento adicional de recursos gestionados del 11%. Esta mejora de los recursos gestionados en un 19% ha aportado una parte importante del incremento de los márgenes en términos absolutos. De cara al futuro, creemos que el crecimiento de los recursos gestionados debe seguir siendo uno de los motores que contribuya de forma significativa a mejorar los márgenes ordinarios en términos absolutos. Por último, el Grupo está comercializando algunos productos tanto propios como de terceros que al ser innovadores y estar pensados para entornos como el actual y aportar valor añadido a los clientes (escenario volátil lateral pero con tendencia bajista), tienen un mayor margen que los productos más tradicionales.

En lo que respecta al margen ordinario, a diferencia de la mayoría de los bancos privados que aún no han recuperado los niveles de 2007, en 2011 conseguimos un récord histórico: con un crecimiento de un 20% superior al de 2010; un 12% superior a los anteriores máximos del 2007. El margen de explotación, pese al notable incremento de los gastos, también fue un 20% mayor que el de 2010.

Los gastos del Grupo aumentaron de forma significativa ya que estratégicamente consideramos que era un momento óptimo para invertir y reforzar las áreas geográficas prioritarias. A partir de ahora nuestra intención es ir moderando el crecimiento de los gastos, ya que aún queda potencial para crecer en volúmenes respecto de la inversión ya realizada. Esta inversión ha permitido que todas, menos una, de las jurisdicciones donde llevamos más de dos años presentes sean ya rentables.

El ratio de solvencia de *core capital* es del 22,56%, por tanto, se mantiene al mismo nivel que el año anterior (22,29%). Pocas entidades a nivel mundial pueden presumir de tener un ratio de solvencia como el de ANDBANK, y que además sea exclusivamente de *core capital*. ANDBANK no ha emitido ni preferentes ni deuda subordinada. En términos de liquidez, ANDBANK tiene una liquidez envidiable, como refleja el ratio de liquidez del 68%. El ratio de eficiencia antes de impuestos en 2011 ha sido de un 43% pese a la expansión. En los próximos años pensamos mejorar aún más este ratio a medida que vamos rentabilizando más las fuertes inversiones realizadas con el fin de crecer. El rating de ANDBANK, otorgado por Fitch Ratings, corrobora una magnífica solvencia, liquidez y gestión.

El Grupo ha crecido en *net new money* (efecto volumen, sin tener en cuenta el efecto mercado) en todas y cada una de las 11 jurisdicciones donde el banco estaba presente en 2011 (con posterioridad, a principios de 2012, se ha iniciado la actividad en España). El efecto mercado ha sido ligeramente negativo, ya que todas las categorías de activos han sufrido fuertes descensos. El compromiso con nuestros clientes es el de preservar su patrimonio. En este sentido, el 79% de los clientes, a pesar de la caída del mercado de más de un 20%, han conseguido retornos positivos o han asumido hasta un 5% de pérdida. Para alcanzar este hito, se ha situado a los clientes gestionados o asesorados en activos de menor riesgo; se ha ampliado la gama tradicional de inversión de activos a nuevas categorías líquidas pero descorrelacionadas; y se han desarrollado modelos matemáticos para anticipar descensos en el precio de los activos y cortar riesgos empleando técnicas de *trading*. Ésta es y será nuestra obsesión: proteger el patrimonio de nuestros clientes en momentos de elevada incertidumbre, e incluso pánico, como los actuales. Nuestros clientes han premiado nuestra gestión, aumentando los mandatos de gestión discrecional en aproximadamente un 70% en 2011.

De cara a los próximos 3-5 años, esperamos un entorno aún muy desfavorable, posiblemente como el de los últimos años. Las principales economías desarrolladas están aún demasiado apalancadas, y los principales bancos comerciales dentro de estas economías aún tienen problemas de liquidez y/o solvencia, imposibilitando que fluya el crédito y despegue el crecimiento económico. Adicionalmente, las decisiones políticas en Europa para acabar con el miedo a la solvencia de las economías periféricas, están faltas de convicción y contundencia.

En ANDBANK creemos que aunque el entorno actual presiona nuestros márgenes, constituye una gran oportunidad para seguir aumentando, desde la prudencia, los recursos gestionados en tasas de dos dígitos. Por un lado, éste es un magnífico momento para realizar inversiones ya que la inactividad de otros competidores internacionales hace que se puedan encontrar oportunidades a precios razonables. Por otro lado, y en relación con el punto anterior, el hecho de que muchas entidades de referencia estén digiriendo los efectos que ha tenido el entorno actual sobre ellos, o la necesidad de resultados a corto

plazo, provocan una falta de dirección de estas entidades que acaba afectando a sus mejores profesionales y les impulsa a buscar un proyecto ambicioso y de futuro. ANDBANK, en estos momentos, está siendo capaz de atraer el talento en banca privada en cada uno de los mercados donde está presente. Creemos, por tanto, que es una magnífica ocasión para seguir creciendo de una forma sostenida e ir mejorando la rentabilidad de las distintas filiales.

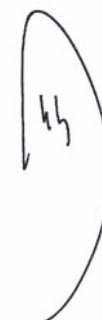
En términos de expansión geográfica, la prioridad para los próximos años es crecer donde estamos presentes, a excepción de uno o dos mercados más que se están considerando de forma preliminar. Nuestra idea es atraer talento y realizar compras selectivas en estos mercados. Hemos priorizado la construcción de los equipos en cada país por encima de la entrada en nuevos mercados por medio de compras.

Creemos que en todas y cada una de las jurisdicciones donde estamos presentes hemos de seguir creciendo sin excepción y mejorando su contribución al Grupo. No obstante, confiamos en que países como Brasil y México, por su dimensión, por su estadio de desarrollo económico y por la generación de nueva riqueza, deben representar en pocos años una parte importante de los recursos gestionados del Grupo. Para nosotros la entrada en Brasil ha sido un éxito; un mercado donde hay contadas oportunidades de compra.

Para lograr crecer en nuestro negocio tradicional de banca privada, ANDBANK ha hecho una apuesta clara por captar el mejor talento del sector, con un único objetivo: ofrecer el mejor servicio de banca privada. El diseño de productos y la adaptación del estilo de gestión a los requerimientos de un entorno cambiante nos han permitido dar respuesta a las necesidades, cada vez más exigentes, planteadas por nuestros clientes.

Estamos orgullosos de los excelentes resultados conseguidos. En pocos años hemos afianzado un proyecto con un modelo de negocio ganador que ha proporcionado buenos resultados. Creemos que seguimos teniendo un reto importante y complejo. Pero lo más importante, tenemos la convicción de que en los últimos años emprendimos líneas de actuación que nos permitirán competir con éxito en este entorno, ofreciendo un servicio diferencial, generando rentabilidad para nuestros inversores y profundizando en un entorno meritocrático para nuestros colaboradores. Este éxito no habría sido posible sin el alineamiento y la ilusión de todos los empleados de la entidad.

Durante el 2012, queremos continuar con los valores que han guiado a nuestra entidad desde hace más de 80 años: el rigor, la prudencia y el uso de las mejores prácticas para ofrecer el mejor servicio a los clientes que nos confían su patrimonio. Seguiremos mejorando con entusiasmo, agradeciendo la confianza que el Consejo de Administración y todos los accionistas han depositado en nuestro equipo.



Jordi Comas Planas
Consejero Delegado

2. Evolución económica y mercados financieros 2011

Introducción

El ritmo de crecimiento de la economía mundial experimentó una desaceleración en el segundo semestre del 2011 para acabar fijando el ritmo, para el conjunto del año, en el 3,8% (según estimaciones del FMI). Como era de esperar, se han puesto de manifiesto importantes divergencias geográficas. Así, las economías avanzadas crecieron a un ritmo promedio del 1,6%, mientras que las naciones emergentes y en desarrollo lo hicieron al 6,2%.

En el grupo de países desarrollados, sus dos principales regiones han crecido a un ritmo similar. Estados Unidos experimentó una expansión del PIB real del 1,8% mientras que el bloque del euro avanzó a un ritmo más lento del 1,6%. Dentro de este bloque, la disparidad de la actividad fue notable, siendo Alemania (una vez más) quien encabezó el impulso con una expansión del PIB del 3%. Francia marcó el ritmo en el 1,6%, mientras que Italia y España, a pesar de permanecer en territorio positivo, quedaron rezagadas con ritmos mucho más moderados, del 0,4% y 0,7% respectivamente.

La desaceleración del crecimiento del PIB en la OCDE se debió, en parte, a una serie de factores transitorios, como la paralización de las cadenas de producción mundial, provocados por los efectos devastadores del desastre natural en Japón. Esta situación alimentó un fuerte sentimiento negativo y la convicción, en muchos casos, de que Occidente se encaminaba de nuevo hacia una nueva contracción económica. No obstante, la paulatina desaparición de estos factores transitorios permitió que estas economías desarrolladas tomaran un nuevo impulso hacia el tercer trimestre, alcanzando ya tasas más aceptables (aunque modestas) del



0,6% intertrimestral. A pesar de este repunte que se debió en parte a un efecto base, la aceleración no tuvo continuidad dado que las necesidades de sanear los balances (de los sectores público y privado) han supuesto un auténtico límite al crecimiento. Las tensiones en los mercados financieros ante el lento y dubitativo ritmo de reparación de los desequilibrios han supuesto otro límite real para que el ritmo de actividad recupere niveles superiores en la parte final del año.

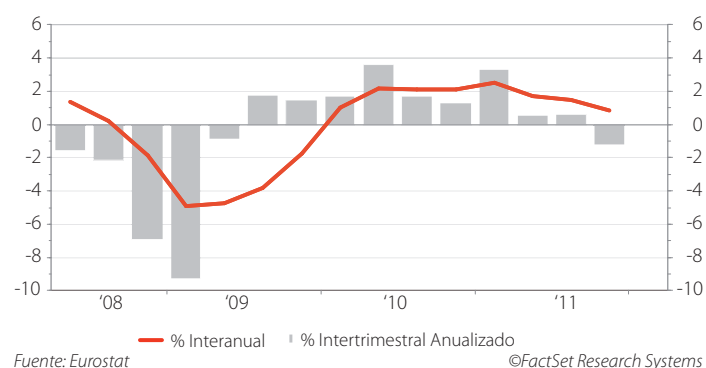
En lo que hace referencia a las economías de mercados emergentes, la disparidad en el crecimiento también ha sido una tónica dominante. La región más dinámica volvió a ser Asia, en donde los países en desarrollo crecieron en promedio a tasas cercanas al 8%. China volvió a fijar el ritmo para toda la región creciendo a una más que notable tasa del 9,2%. India no quedó muy atrás y experimentó un crecimiento del 7,4%. El resto de países pertenecientes a la ASEAN se expandió al 4,8% de promedio.

Siguiendo con las economías emergentes, los países de América Latina se expandieron a un razonable 4,6%. México creció un notable 4,1% impulsado por los datos decentes provenientes de EE.UU. en el cuarto trimestre y por la fuerte contribución del sector agropecuario en la última parte del año. Brasil marcó un ritmo sorprendentemente bajo del 2,9% para el conjunto del 2011, con un claro estancamiento en la segunda mitad del año que llevó los ritmos en PIB del tercer y cuarto trimestre a una tasa cero.

Eurozona

Los países del bloque del euro iniciaron el año con un esperanzador ritmo en PIB del 3,54% anualizado en el primer trimestre, pero en los periodos subsiguientes han mostrado una persistente y gradual moderación hasta fijar el ritmo del cuarto trimestre en zona de contracción a un -1,27% anualizado. Ello significa que la eurozona se ha expandido a un ritmo cercano al 1,6% en el conjunto del año.

PIB - Zona Euro



Por segmentos de actividad, el comercio exterior neto es el apartado que, cada trimestre, sigue contribuyendo positivamente al crecimiento de forma estable. El resto de segmentos de la economía se muestran mucho más volátiles, pasando de una contribución positiva en un trimestre a contribuir negativamente al PIB en el siguiente.

Aunque el PIB, en septiembre, creció por noveno mes consecutivo en la región (en términos intertrimestrales), el nivel de producto continuaba estando muy por debajo de los niveles a los que se llegó antes de la recesión.

En esta última parte del año, la información disponible sobre el consumo privado apunta a una persistente falta de dinamismo interno. El volumen de ventas al por menor volvió a descender en diciembre, provocando un descenso neto en el conjunto del cuarto trimestre. La mejora en las matriculaciones no supuso un elemento suficiente para compensar la caída de las ventas minoristas.

En lo que respecta a la formación bruta de capital, la tendencia durante los tres primeros trimestres del año ha sido de contracción, aunque a unos ritmos ya muy moderados del -0,10% intertrimestral (no anualizado).

El mercado de trabajo en los países del bloque se ha deteriorado, tanto por la disminución del empleo como por el aumento de las tasas de paro. A nivel de región, el porcentaje de parados ha aumentado en 2011 desde el 10% de enero hasta el 10,4% de diciembre; pero, como ya es sabido por todos, la disparidad entre los estados miembros es sustancial. España encabeza la lista con un porcentaje oficial de parados del 22,9%. Le sigue Grecia con un ratio del 19,2%, Irlanda con un 14,5% y Portugal con una tasa del 13,6%. Muy por debajo de este grupo de países, y con tasas de paro de un sólo dígito, encontramos a Francia (9,9%), Italia (8,9%), Bélgica (7,2%), Holanda (5,9%) y Alemania (5,5%).

Desde una perspectiva sectorial, las últimas cifras indican que el empleo en industria (excluida la construcción) y en servicios se mantuvo estabilizado, mientras que la construcción siguió contrayéndose de forma acusada.

Desde la perspectiva de la evolución monetaria y financiera, el crecimiento del dinero en la economía (medido por la M3) volvió a experimentar una desaceleración en el ritmo durante los cuatro últimos meses del año, pasando de un ritmo positivo del 2,5% interanual en septiembre a un 1,50% en diciembre. Lejos quedan los ritmos del 12,5% vistos en 2007 o la velocidad promedio de 10 años antes de la crisis (6%).

El resultado de esta moderación en la masa monetaria estuvo determinado, en gran medida, por la contracción de las cesiones temporales (*repos*), lo que, a su vez, originó un descenso de las operaciones de préstamo interbancario.

Por componentes, todas las partidas del agregado monetario amplio registraron cuantiosas salidas mensuales en la última parte del año. Como en meses anteriores, esta disminución fue especialmente acusada en el caso de los depósitos OIF (con "otros intermediarios financieros"), quizá el reflejo de las retiradas de depósitos que los bancos norteamericanos tenían en entidades europeas. Pero también fue pronunciada en el caso de los hogares, con retiradas, sobre todo, de depósitos a la vista, especialmente en aquellos países más afectados por la crisis de la deuda soberana.

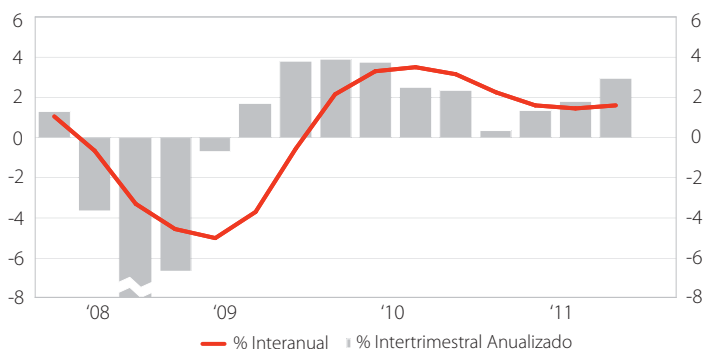
En cuanto a la evolución de los préstamos concedidos por las instituciones financieras al sector privado, volvimos a observar una nueva disminución del ritmo en la última parte del año. Los préstamos acabaron el año en un ritmo de crecimiento muy mediocre del 1,2%, frente al 1,9% de noviembre, tras haber rondado el 3% entre enero y octubre. Este descenso en la expansión del crédito se registró en todos los sectores (familias y empresas), pero particularmente en el caso de las sociedades no financieras (servicios e industria). Esta evolución ha venido alimentada, en gran medida, por la contribución negativa de algunos países, especialmente de aquellos cuyos sistemas bancarios se encontraban bajo presión.

Los activos mantenidos por los bancos de la eurozona (tamaño de balance) han ido reduciéndose de forma muy moderada en los últimos meses del año, contribuyendo a ello la moderación en el ritmo de concesión de préstamos. No obstante, en el mes de diciembre hemos observado una reversión de la tendencia, experimentando los activos mantenidos en balance un aumento que quedó patente con las significativas adquisiciones de valores emitidos por las administraciones públicas. Es muy probable que esta nueva tendencia en el volumen de activos mantenidos en balance sea consecuencia de la liquidez inyectada en las operaciones de financiación de largo plazo desde el BCE (LTRO a 3 años).

Estados Unidos

En Estados Unidos el crecimiento fue lento en el primer semestre del año, pero cobró impulso en la última parte del año hasta alcanzar un ritmo anual del 2,8% (en estimaciones preliminares para el cuarto trimestre de 2011). Así pues, un año de menos a más para el PIB en este país.

PIB - EUA



Fuente: US. Bureau of Economic Analysis

©FactSet Research Systems

En general, observando todos los componentes y agregados de demanda total se puede concluir que la expansión observada durante la segunda mitad del año se vio respaldada por el aumento del gasto (privado), a tenor de los repuntes en las ventas de bienes de consumo duradero e inversión empresarial. Por el lado negativo, se ha mantenido la atonía en inversión residencial.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual (medida a partir de los datos trimestrales) ha dibujado una senda ascendente durante los tres primeros trimestres (pasando de un ritmo del 2,1% en marzo al 3,8% en septiembre), para volver a relajarse en la última parte del año fijando un ritmo del 3,3% interanual en diciembre.

La persistencia en la tendencia al alza de precios en la primera parte del año fue el fiel reflejo de las tensiones en los precios de las materias primas, fruto de factores como la Primavera Árabe. La relajación de algunos de estos factores dio lugar a una moderación posterior en el precio de muchas materias primas, entre ellas el crudo, minerales y granos, que a su vez permitió esa relajación en las tasas de inflación en el cuarto trimestre. La evolución reciente de la inflación subyacente también refleja, en parte, cierta estabilización en el coste de los alquileres, en consonancia con la situación, aún precaria, del mercado de la vivienda.

El 2 de noviembre, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal afirmó que, aunque el crecimiento ha ganado tracción en la última parte del año, sus previsiones indican que el ritmo de actividad seguirá siendo moderado en los próximos trimestres. En este contexto, decidió mantener en la banda del 0% al 0,25% el objetivo fijado para los tipos de interés de los fondos federales. Más importante todavía fue la decisión de comunicar que la situación económica justifica que dicho tipo se mantenga en niveles excepcionalmente bajos como mínimo hasta mediados de 2013. Por el lado del balance de la FED, el Comité anunció que mantendrá su programa para ampliar el vencimiento medio de sus tenencias de valores, así como la política de reinvertir los pagos del principal de su deuda y resto de valores (con garantía hipotecaria de organismos públicos) en nueva deuda del Tesoro de largo vencimiento.

Japón

Movimiento de ida y vuelta en el ritmo de actividad en Japón este 2011. Tras un primer y segundo trimestre de fuerte contracción económica a ritmos del -1,8% y -0,4% respectivamente (tasa intertrimestral sin anualizar), el país logró situar el PIB en expansión en el tercer trimestre a un ritmo del 1,7%. El repunte de la actividad económica en este periodo fue generalizado, viéndose favorecido por una recuperación de la demanda interna pero también por un fuerte repunte de la demanda exterior neta en un contexto de reposición de las existencias en el exterior. Sin embargo, como era de esperar, gran parte de esa recuperación se debió a puro efecto base (actividad pendiente de realizar que se vio afectada por la parálisis tras el tsunami de marzo), lo que se puso de manifiesto con una nueva caída del PIB del cuarto trimestre a un ritmo del -0,6% respecto al trimestre anterior. Adicionalmente a la desaparición del efecto base positivo, el PIB también se vio afectado por el debilitamiento de la demanda mundial y la apreciación de yen japonés. Las exportaciones reales de bienes en octubre registraron una contracción por primera vez desde el terremoto. Puede decirse que, en términos generales, el ritmo de actividad en

la última parte del año ha resultado decepcionante. Sobre todo porque se esperaba que la demanda relacionada con la construcción y la aplicación de los presupuestos suplementarios respaldasen de forma más vigorosa al crecimiento del PIB.

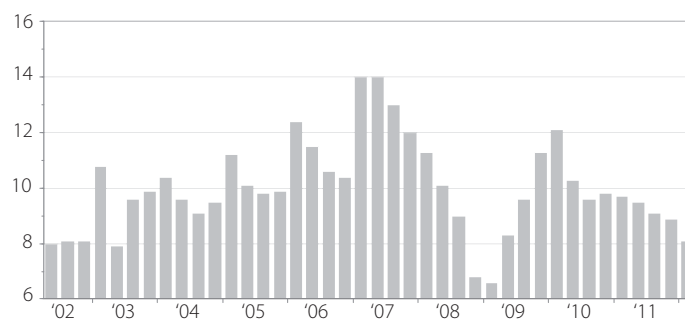
En relación con la evolución de los precios, estos se han mantenido en territorio negativo durante gran parte del año. Las tasas interanuales publicadas cada mes han oscilado alrededor del -0,5% desde enero hasta junio. Tan sólo en los meses de julio a septiembre han dejado de contraerse, para volver al terreno de la deflación en "todos" los meses del cuarto trimestre. Tomando la media interanual de los 12 últimos meses, los precios se han contraído en el 2011 a un ritmo del -0,30%.

Economías emergentes de Asia

Al contrario de lo que pueda parecer, los países de esta región han mostrado una importante falta de sincronización, aunque en su conjunto estos países se expandieron a un ritmo promedio del 8%.

Las economías del Pacífico, representadas por China y Corea del Sur, han mostrado un patrón similar de paulatina desaceleración en el ritmo trimestral de PIB. En China, a pesar de esa gradual moderación, hemos visto muestras de resistencia frente al empeoramiento de las perspectivas mundiales a lo largo del 2011. Los ritmos interanuales mostrados en cada trimestre (desde el primero al cuarto) han sido del 9,7%, 9,5%, 9,1% y 8,9%. Como puede observarse en esta serie, la reducción en el ritmo ha sido una constante y cabe resaltar que el crecimiento visto en el último trimestre es el más bajo desde septiembre de 2009, fecha en la que el país experimentó una fortísima reducción de la actividad fruto de la grave crisis de liquidez vivida tras el episodio de Lehman. Aislado este efecto 2008, sorprende observar que el ritmo actual de expansión en China (8,9% interanual) es también el menor desde 2003.

PIB - China



† PIB real, total, cambio interanual, % - República Popular China
Fuente: National Bureau of Statistics - China ©FactSet Research Systems

Cabe destacar el entorno de máxima dificultad en el que se ha movido esta economía tan expuesta al exterior. La inestabilidad internacional ha provocado un descenso en el ritmo de las exportaciones del gigante asiático, de forma que estas empezaron en el primer trimestre a un ritmo de expansión del 17% para acabar el año en un ritmo sensiblemente menor del 13,3%. Compensando este efecto hemos tenido un ritmo constante de crecimiento en la inversión (+24% interanual) y en el consumo privado (+18% interanual).

El otro gran protagonista en la zona, Corea del Sur, ha experimentado también una reducción gradual en su ritmo de expansión, empezando el primer trimestre con un crecimiento en PIB del 4,2% para acabar el cuarto trimestre a un ritmo del 3,4%.

Las economías del sudeste no mostraron tanta similitud en sus patrones de crecimiento. Tailandia y Malasia empezaron con ritmos aceptables en el primer trimestre (+3,2% y 5,2% interanual respectivamente) para experimentar una fuerte moderación en el segundo trimestre. Cobraron impulso en el tercer trimestre (3,7% y 5,8% respectivamente) y una vez más volvieron a perderlo en el cuarto trimestre; destaca Tailandia, que ha experimentado un hundimiento en los ritmos de actividad del -9% interanual a consecuencia de las fortísimas inundaciones regis-

tradas en el país y que paralizaron la economía. Vietnam e Indonesia registraron un comportamiento más estable, con dinámicas ascendentes durante todo el año, acabando en ritmos de expansión del 5,9% en el caso de Vietnam y del 6,5% en Indonesia. Por último, Filipinas consiguió revertir la tendencia de desaceleración de la primera mitad del año para volver a acelerar el ritmo en el último trimestre y acabar en un crecimiento interanual del 3,7%.

En cuanto a la evolución de los precios, 2011 ha resultado ser un año muy complicado para estos países, que han visto repuntar con fuerza los precios de la cesta de la compra. Si en 2010 los niveles de inflación de los países emergentes de Asia alcanzaron un nivel promedio del 4,5%, en 2011 esos precios se han acelerado hasta ritmos superiores al 6% promedio, y en la mayoría de los casos, sensiblemente por encima de los objetivos fijados por las autoridades.

Por países, destaca el preocupante descontrol de precios en Vietnam, con una inflación superior al 20%, o India, con aumentos superiores al 10%. El resto de economías se mueven entre el 3% de Taiwán y el 4,5% de China.

Cabe destacar, no obstante, la persistente lucha de estos países por hacerse con el control de la inflación. Todas estas naciones, sin excepción, han implementado agresivas políticas de control monetario y de tipos, en muchos casos todavía presentes. El resultado es fácilmente observable ya que, a pesar de que el nivel de inflación promedio en 2011 es elevado para la región, vemos cómo los ritmos de precios marcados en el cuarto trimestre son, en todos los casos, menores que el máximo observado durante el ejercicio, muestra inequívoca de que las políticas han dado sus frutos en el control de los precios de la región.

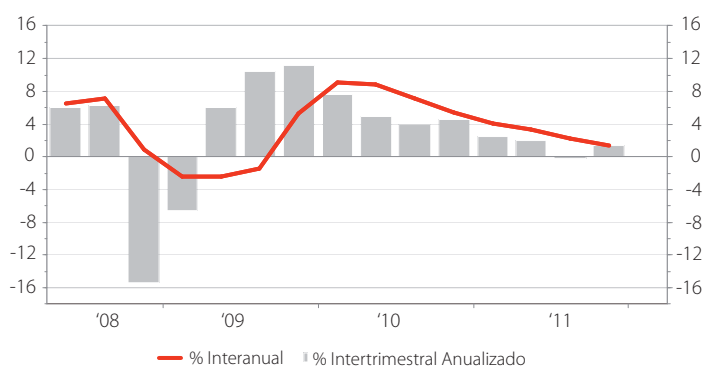
En el ámbito de las finanzas públicas, estos países mantienen déficits presupuestarios, si bien a unos niveles muy inferiores a los presentados en Occidente. Los desajustes fiscales más notables en la región corresponderían a Malasia y Taiwán (alrededor del 5% del PIB), mientras que el resto permanecería entre el 3,8% de Filipinas y el 0,30% de Indonesia. China estaría en el 2%.

América Latina

En 2011, el crecimiento de la zona se ha moderado hasta el 4,6% desde el 6,1% observado en el 2010. La moderación del crecimiento ha sido una constante a lo largo del año en casi todos estos países, y ha tenido su origen, principalmente, en un empeoramiento de las condiciones a escala mundial y en los efectos retardados de la aplicación de políticas internas más restrictivas.

Empezando por Brasil, el ritmo de expansión ha seguido invariablemente la senda de la desaceleración. Esta economía empezó el año a un esperanzador ritmo anual cercano al 4% pero en el trimestre subsiguiente ya dio muestras de agotamiento, moderándose a un mediocre 2,8% (anualizado). La sorpresa mayúscula sobrevino en el tercer trimestre, cuando asistimos a un estancamiento absoluto de la actividad, con un PIB del 0%. En ese momento surgieron dudas sobre la temporalidad de esta situación. Una parte importante de los analistas apuntaban a un efecto transitorio derivado del deterioro de las condiciones internacionales. Hoy, tenemos indicios claros de que en el cuarto trimestre esta economía ha seguido estancada. El deterioro en el país ha sido generalizado en los indicadores de producción (no de consumo, que mantiene un ritmo aceptable), en lo que representa una nueva manifestación de su particular modelo de crecimiento de dos velocidades.

PIB - Brasil



Fuente: IBGE

©FactSet Research Systems

Argentina ha seguido una suerte de patrón similar aunque los datos oficiales todavía arrojan cifras abultadas. No obstante, y tomando como punto de partida esos datos oficiales, Argentina iniciaba el año a un ritmo de expansión anualizado del 13,4%. Aunque en el segundo trimestre el ritmo bajó sensiblemente, este se mantuvo en un aceptable 10% anualizado. La sorpresa, aquí también, sobrevino en el tercer trimestre, con una fuerte moderación del ritmo hasta el 4,5% anualizado (siempre cifras oficiales). La gran incógnita se mantiene para el cuarto trimestre. Tomando datos de importaciones e indicadores de alta frecuencia, estos apuntan a otra fuerte desaceleración en el ritmo de crecimiento, cercano, esta vez, al 3%.

La 1ª gran palanca para el PIB está siendo una política fiscal superlaxa. A pesar de que el crecimiento del PIB permite mucho gasto público, la participación del Estado está ya en niveles alarmantes (superiores al 50% si tomamos todas las administraciones públicas). La incapacidad de continuar con la política de gasto y el deterioro en el precio de las materias primas ha llevado al modelo argentino a encontrar sus propios límites, como se pone de manifiesto con la peligrosísima fuga de capitales que está sufriendo el país, y que se ha intensificado en los últimos meses. A 30 de junio, habían salido capitales por valor de 9.800 millones de dólares (según Bloomberg) muy por encima del ritmo observado en 2010 (11.400 millones de dólares en todo el año). Las estimaciones se fijan ahora en que las salidas de capitales en 2011 podrían alcanzar los 20.000 millones de dólares (5% del PIB). Una muestra de que esto estaría ocurriendo realmente, sería el fuerte repunte en los tipos de depósitos entre 7-35 días de bancos privados. Dudamos de que este sea un aumento bien intencionado para contener el repunte en masa monetaria. Al contrario, sospechamos que se deba a un intento desesperado de la banca para contener la fuga de capitales. Otra muestra la tendríamos en las fuertes ventas de divisa extranjera que el Banco Central estaría haciendo para comprar divisa local (y así compensar la venta de ésta por parte de los propios argentinos).

Ante esta dinámica, el Gobierno no ha tenido más remedio que aplicar medidas drásticas. Por ejemplo, un decreto ley que obliga a repatriar “todos” los ingresos por exportaciones relacionadas con las siguientes actividades: crudo, gas, petroquímica, oro y cobre. Hasta ahora las compañías mineras podían cobrar y mantener en el extranjero sus ingresos por ventas, mientras que a las compañías energéticas (*oil & gas*) tan sólo se les requería que mantuviesen en el territorio nacional un 30% de sus ventas. Control en la adquisición de US\$ por parte de empresas, o adquisiciones de inmuebles en el extranjero. Para particulares, todas las adquisiciones de US\$ requerirán autorización de las autoridades.

México, por el contrario, ha mostrado unas dinámicas mucho más estables que el resto. Iniciando el año a un ritmo anual del 4,4%, experimentó también una desaceleración en el segundo trimestre, fijando el menor ritmo de expansión del año (3,2%). La economía logró cobrar impulso de nuevo en el tercer trimestre (4,5% de ritmo anual) para acabar el año en un aceptable 3,7%. Las dinámicas de la segunda mitad del año en este país han estado respaldadas, en grado significativo, por el sólido crecimiento registrado en el sector primario tras la debilidad mostrada en el primer semestre.

Las presiones inflacionistas en la región se han manifestado con virulencia a lo largo del año y, al parecer, persisten en la mayoría de estos países en el último trimestre de 2011.

Argentina continúa encabezando la lista de países con mayor riesgo de descontrol en los precios. A pesar de que las cifras oficiales muestran una inflación anual cercana al 10% (ya de por sí elevada), existen indicios de que podría ser sensiblemente mayor. Tomando los índices de precios provinciales, podría llegarse a la conclusión de que los precios reales se expanden a un ritmo superior al reflejado por los datos oficiales.

En Brasil, las autoridades tampoco han sido capaces de moderar el ritmo de inflación y situarlo dentro del rango objetivo fijado (en torno al 4%). Los precios han mostrado una senda ascendente a lo largo del año y se han movido en ritmos

comprendidos entre el 6,1% anual del primer trimestre, para fijar un pico del 7,1% en el tercer trimestre, y acabar en la parte alta del rango, con una inflación del 7% en el último trimestre.

En México, los precios también han registrado una senda de dirección única a lo largo del año y que podría resumirse en una clara aceleración de los precios. Del ritmo inicial del 4,5% fijado en el primer trimestre del año, hemos pasado a un ritmo de expansión del 7% en el último trimestre del mismo.

Comportamiento de los mercados financieros en 2011

Tipos de interés y mercado de bonos de gobierno

Las dos principales regiones del mundo presentan, aunque por razones bien distintas, una irregularidad importante en el mercado de tipos de interés. En el mercado en dólares, el diferencial entre el tipo *swap* a diez años y el tipo del bono de gobierno del mismo vencimiento ha ido aumentando hacia niveles de normalidad (históricos) de forma gradual a lo largo del ejercicio. A pesar de ello, cabe destacar que se ha mantenido en niveles anormalmente bajos durante todo el año. Que el diferencial del *swap* esté tan bajo en relación a los tipos de gobierno apunta a una "asimilación" del riesgo financiero al riesgo país. Es decir, a la percepción de que los bancos son el Estado.

Por el contrario, en el mercado en euros, el diferencial entre los tipos *swap* y de gobierno a diez años se ha mantenido anormalmente alto. Esta anomalía apunta a una elevada percepción de riesgo en la banca. Esa percepción es ciertamente perjudicial para el buen funcionamiento de los mercados financieros, y ha sido, en gran medida, la principal causa de que estos se hayan mantenido dislocados durante gran parte del año. Ese diferencial elevado implica, *de facto*, una restricción de acceso al mercado de financiación mayorista para la banca, lo que, a su vez, supone una limitación para la propia actividad crediticia y, en definitiva, un freno para el crecimiento.

En relación con el mercado de obligaciones gubernamentales en euros (adoptando como referencia los bonos de gobierno alemán), la estructura de tipos de interés (en adelante, la curva) ha experimentado una relajación en la pendiente entre los tramos de dos y diez años. Este diferencial de tipos entre los vencimientos mencionados se situaba a principios de año alrededor de los 220 puntos básicos (pb). A diciembre, esta pendiente se vio reducida hasta los 163 puntos básicos.

Este movimiento de aplanamiento en la curva ha venido alimentado, principalmente, por una mayor reducción relativa en las tasas de los vencimientos más largos. El bono a diez años ha reducido su rentabilidad desde el 3% de enero hasta el 2% a finales de 2011. Por su parte, los bonos de vencimientos cortos ya habían experimentado ese movimiento en 2010, de forma que el margen de caída en rentabilidad era mucho menor en 2011. Esta ha pasado del 0,80% al 0,44%.

Respecto al mercado de obligaciones del gobierno en EE.UU., el movimiento en la pendiente de la curva (diferencia entre las tasas del bono a dos años y el bono a diez años) ha sido también de dirección clara hacia el aplanamiento aunque de forma mucho más acusada. A inicio de año, la pendiente de la curva (diferencial) era cercana a los 275 pb y ha acabado el año en los 167 pb. De la misma manera que en el mercado europeo, este movimiento de aplanamiento ha venido alimentado por una mayor reducción en las rentabilidades del tramo a diez años de la curva de tipos. El bono del tesoro en este vencimiento (diez años) ha visto reducidas sus tasas desde el 3,5% al 1,93% a finales de diciembre.

Sin duda, el comportamiento en los principales mercados de obligaciones de los países desarrollados ha venido determinado por las políticas no convencionales implementadas tanto desde la Fed como desde el BCE. La operación "Twist" anunciada por la Reserva Federal ha determinado la evolución de los bonos en ese mercado. Al fin y al cabo, lo que anunció la Fed es la reinversión de "todos" los vencimientos y cupones de los activos mantenidos en balance y su orientación hacia compras de obligaciones con vencimientos largos, provocando una presión a la baja en las rentabilidades de esos activos. El resultado ha sido un aplanamiento sustancial de la pendiente de la curva. Este movimiento se ha extendido al resto de mercados.

Riesgo Soberano

Año de ampliaciones en las primas de riesgos de los principales países afectados por la crisis de la deuda. El país que mostró el peor comportamiento (medido por la variación de la prima a pagar por protección en un horizonte de cinco años y sin considerar a Grecia) fue Portugal, con una ampliación en el coste de protección superior a los 600 pb en el año para cerrarlo en los 1.100 pb sobre Euribor. El segundo peor comportamiento lo registró Italia, con una ampliación de 260 pb para acabar con un *spread* de 503 pb en diciembre. El tercer emisor en evolución negativa fue Francia, que vio ampliar la prima de riesgo en 120 pb hasta los 222 pb en diciembre. Y por último, España, que ha mostrado una cierta estabilización, ampliando en prima de riesgo tan sólo 50 pb hasta los 393 pb de diciembre (cuarto emisor en la lista de costes de protección, por detrás de Grecia, Portugal e Irlanda).

Durante todo el 2011, el mercado en primario para estos emisores ha continuado cerrado; reflejo de ello han sido los elevados intereses a pagar en las subastas que, de forma gradual, han ido aumentando a lo largo del ejercicio.

Sin embargo, este final de año nos ha obsequiado con nuevos instrumentos de financiación para la banca (desde el BCE), que bien pudieran suponer un apoyo directo a estos emisores gubernamentales.

Crédito

La respuesta (más o menos coordinada) de las autoridades monetarias estaría permitiendo "mantener" controlados los problemas de liquidez de algunos bancos europeos, sugiriendo que las autoridades están mejor preparadas en estos momentos que en la crisis de liquidez tras la quiebra de Lehman. El crédito corporativo ha mostrado una evolución dispar a lo largo del año, con un comportamiento casi "plano" en términos de evolución de *spread* en el periodo enero-abril (con una prima estable alrededor de los 100 pb), para iniciar una

tendencia clara de ampliación en los *spreads* desde ese momento y que duró hasta septiembre, para alcanzar los 210 pb. Las duras condiciones en el frente macroeconómico durante los meses centrales del año, donde volvió a hablarse abiertamente de una vuelta a la contracción económica, propiciaron el fuerte repunte de los diferenciales del crédito y se tradujo en un gran nerviosismo generalizado que acabó afectando a todos los activos considerados de riesgo.

La estabilización en el ámbito de los datos económicos, observada en la parte final del año, ha contribuido a alejar la percepción de esa posible vuelta a la recesión. Todos estos aspectos han ido calando en la confianza de los participantes del mercado, muy condicionados por el miedo durante los meses centrales del año. En este entorno, el crédito consiguió relajar los niveles de estrés, provocando un importante *rally* en este activo que se tradujo en un estrechamiento de las primas desde los 210 pb de septiembre hasta los 150 pb de octubre.

Esa recuperación observada en octubre se vio truncada a partir de las amenazas del ya "extinto" Papandreu de someter los ajustes requeridos a referéndum. Eso desencadenó todos los acontecimientos que hemos ido presenciando en Europa, incluyendo la caída del gobierno de Italia. Los bonos corporativos no escaparon a la tensión política del momento ni a la incertidumbre generalizada, y volvieron a experimentar un deterioro en las primas de riesgo hasta niveles de 210 pb a finales de diciembre.

Renta variable

En el 2011 los índices de renta variable de la mayor parte del mundo han experimentado caídas que, en algunos casos, han sido bastante pronunciadas.

En Estados Unidos, el índice S&P ha conseguido remontar el vuelo en los dos últimos meses del año, con un comportamiento del +14% en el periodo octubre-diciembre, para

acabar fijando un resultado plano del 0,003% en el conjunto del 2011. Por su parte, el índice industrial Dow Jones se ha mostrado ligeramente más dinámico, acabando el año con una revalorización positiva del 5,4%.

Este mercado ha mostrado un comportamiento altamente errático a lo largo del año, con una primera parte, que va de enero a mediados de febrero, con una clara tendencia positiva y muy vertical que llevó al S&P a acumular un 7% de revalorización, siempre a la luz de datos decentes en el frente económico. A medida que nos íbamos acercando al periodo estival, los datos se tornaron más ambiguos y confusos, quedando reflejado en un comportamiento mucho más volátil de los valores en estos mercados. Se produjo un ir y venir en las cotizaciones que duró hasta julio, momento a partir del cual se desató una oleada de ventas que dominaron las pantallas hasta el mes de octubre y que propiciaron caídas del 18% en este periodo. Los temores a una nueva entrada en contracción estaban detrás de la fuerza vendedora del mercado. A partir de entonces, los índices de renta variable en este país cobraron impulso y lograron recuperar todo lo perdido en el tercer trimestre para acabar con un comportamiento plano en el año.

Por sectores, cabe destacar la gran disparidad en el comportamiento de los títulos en las diferentes industrias. Entre los mejores, los valores del sector energía, gas y eléctricas, que experimentan una media de revalorización durante el año superior al 40%. Otros sectores favorecidos fueron tabaqueras, salud y entretenimiento, con avances del 30% en promedio. Por el lado negativo, los peores fueron *investment banking*, mineras de carbón, fabricantes de aluminio, metales, aerolíneas y fabricantes de vehículos, todos con caídas superiores al 30% en el año.

En Europa, el índice amplio Eurostoxx 600 acabó muy por debajo de su homólogo en EE.UU. (S&P), al experimentar un descenso notable del 17% en el año. El patrón temporal de comportamiento, como era de esperar, guarda cierta similitud con los índices americanos y la diferencia se ha manifestado en la última parte del año, en donde los valores

Europeos, en su conjunto, consiguieron repuntar tan sólo un 5% (muy por debajo del 14% de alzas observadas en el S&P). De esta manera, el índice amplio europeo cerró el año con una decepcionante pérdida del -17%.

Por sectores, tan sólo uno logró acabar el año en territorio positivo, el sector salud, con un avance del 18%. Alimentación acabó plano y el resto acumuló pérdidas importantes, siendo los peores bancos, eléctricas, fabricantes de automóviles y transporte, todos ellos con retrocesos acumulados de entre el 25% y el 40%.

Un comportamiento similar experimentó el índice japonés, con un retroceso en el año del 17%. Mientras, el resto de bolsas asiáticas también sufrieron retrocesos significativos del orden del 19%, medido por el índice asiático de Morgan Stanley (MXMS). Hong Kong cayó en el año un 20% y los índices chinos, mercado A y B, un 21% y un 29% respectivamente. Por su parte, el otro gran mercado, Corea del Sur, se dejó un 11% en el año.

En cuanto a los índices de América Latina, las caídas también fueron pronunciadas, oscilando alrededor del 22% en promedio. El peor mercado fue el argentino, con el Merval retrocediendo un 30%, seguido por el brasileño Bovespa (-18%), Perú (-16,6%), Colombia (-14%) y México (-3,8%).

Materias primas

En términos generales, puede decirse que el 2011 ha sido un año de ajuste importante en el precio de las materias primas. Salvo alguna excepción, todas han experimentado retrocesos en las cotizaciones dentro de los mercados financieros.

Empezando por los productos agrícolas, que han caído en promedio un 14% en el año. El algodón encabeza las caídas con una pérdida registrada del 36,5%. Le siguen el azúcar (-28,1%), el trigo (-17,7%) y la soja (-14%).

Los minerales también han sufrido una caída considerable

en el año, promediando un retroceso del 22,4%. Los peores han sido el zinc (-24,6%) y el níquel (-24,2%). Les siguen el cobre (-21,1%) y el aluminio (-19,6%).

Los metales preciosos también han experimentado caídas cercanas al -9% en promedio. A excepción del oro (que ha subido en precio un 10,2% en el año hasta los 1.566 USD / onza en diciembre), el resto han caído de forma considerable. El platino ha caído en torno a un 20%. El paladio, por su parte, un -16,5%, y la plata cerca del -10%.

En cuanto a la energía, destacar que ha habido una divergencia importante entre el precio del crudo y el del gas. Mientras que el primero ha visto aumentar el precio un 8,15% (hasta los 98,8\$ en el caso del WTI), el precio del gas natural ha sufrido un importante retroceso del 30,6%.

Divisas

El dólar ha experimentado una apreciación general en 2011 contra la mayoría de cruces internacionales, a excepción de los cruces con las divisas europeas.

Por ejemplo, en relación con las divisas de América Latina, el dólar se ha apreciado un 11% en promedio. Por divisas, el dólar se ha apreciado más contra el peso mexicano (+13%), el real brasileño (+12%) y el peso argentino (+8,6%).

Respecto a las divisas asiáticas, hemos observado también una tendencia clara a favor del dólar (a excepción del yuan, divisa frente a la que se ha depreciado). Así por ejemplo, la divisa estadounidense se ha apreciado un 6,4% contra el baht tailandés y un 3% frente al ringgit malayo. Ha permanecido casi sin variaciones contra el dólar de Singapur y el dólar de Hong Kong, pero se ha depreciado de forma constante contra el yuan (-4,55%).

Contra las divisas europeas hemos tenido más color. Hemos visto una apreciación del dólar contra el euro cercana al 4%, pasando el cruce del 1,34 en enero al 1,29 en diciembre. Cabe mencionar aquí que la volatilidad ha sido extrema, ya que a

pesar de la apreciación del dólar contra la divisa común, ha habido un momento en abril en el que el dólar acumulaba una depreciación del 10% contra el euro, fijándose el cruce en cerca de 1,50.

La evolución del dólar frente a la libra esterlina ha sido desfavorable, aunque en términos muy modestos. La depreciación del dólar contra esta divisa ha sido apenas del 1,5%, aunque es preciso mencionar aquí también que acumulaba una pérdida en abril cercana al 8%.

Algo similar ha pasado contra el franco suizo. En el año, el cruce USD-CHF ha permanecido estable, pero en agosto, y tras la intervención del Banco Central de Suiza (para frenar la entrada de capitales que buscaban refugio en el franco), la pérdida acumulada del dólar contra esta divisa era del 23%.

3. Evolución prevista para la economía global y los mercados financieros 2012

Visión económica global

En los primeros compases del 2012 se ha observado una mejora en las encuestas de opinión que apuntan a lo que podrían suponer señales incipientes de estabilización de la actividad económica mundial. No obstante, somos conscientes de que todavía persisten algunos factores que limitarán el crecimiento de cara a los próximos trimestres. Por un lado, el necesario ajuste de los balances privados y públicos en Occidente, que sigue su curso y está, por el momento, lejos de completarse. En estos países desarrollados persistirá también la debilidad del mercado de trabajo y vivienda durante gran parte del año, factores, ambos, que mantendrán la presión sobre las perspectivas de crecimiento.

Otro elemento a incorporar en el análisis es el renovado impulso en el precio de la energía a razón de las tensiones en la oferta. Este factor adicional dificulta aún más un eventual repunte en los ritmos de actividad global, sobre todo en la primera mitad del año, y afecta tanto a las economías desarrolladas como a los países emergentes. A medida que transcurre el año, prevemos una distensión en el frente energético que aliviaría un poco las resistencias al crecimiento y podría ser el momento de un impulso para la economía global aunque, si bien es cierto, no prevemos una solución inmediata. Adicionalmente, existe un desfase temporal entre la variación en el precio de la energía y sus efectos en los precios y en la actividad, por lo que podríamos tardar meses,

o quizás trimestres, en observar las influencias positivas de una rebaja en el precio del crudo. Rebaja que, recordemos, aún está por venir.

En general, y en cuanto al crecimiento, prevemos que continúe la atonía en las economías desarrolladas, y por ello mantenemos nuestro escenario central de ciclo débil para Occidente (por tercer año consecutivo). Nuestro rango de crecimiento establecido para la eurozona oscila alrededor del 0%, mientras que EE.UU. mostrará un crecimiento positivo aunque por debajo del observado en 2011. Estimamos un ritmo en la actividad para este país en el rango entre el 1,5%-1,8%, manteniéndose, un año más, en un nivel claramente inferior al potencial.

Este escenario en Occidente tendrá un efecto negativo en el PIB de las economías emergentes, que moderarán su crecimiento por debajo del ritmo promedio de 2011. A pesar de ello, el control reciente de los precios por parte de las economías emergentes asiáticas, hace que puedan afrontar un ciclo de políticas monetarias laxas y estímulos fiscales que les permitirán seguir presentando ritmos de actividad claramente superiores al resto del mundo. En el caso de los países de Asia, prevemos un crecimiento del 7% promedio (inferior al 8% observado en 2011). Y para las economías de América Latina, anticipamos una moderación importante que sitúe el PIB por debajo del 3,5% (muy inferior al 5% aproximado observado en 2011).

En términos de inflación, las dinámicas en esta primera parte del año siguen siendo de contención en los precios de las economías avanzadas y de moderación en los países emergentes de Asia. Más dificultades están experimentando los países de América Latina, con la mayoría de economías en ritmos de inflación sensiblemente por encima de los objetivos fijados por las autoridades. Argentina continúa encabezando la lista de países con mayor dificultad para controlar los precios, con una inflación del 10% oficial, y el añadido de que gran parte de la estrategia política del renovado gobierno se ha basado en una importante base de subvenciones, por lo que una moderación previsible en el ritmo de actividad, y la subsiguiente relajación en los precios al consumo, podría resultar insuficiente para compensar los efectos inflacionistas de la eliminación necesaria de algunas de estas subvenciones. En Brasil, las autoridades tampoco están siendo capaces de moderar el ritmo de crecimiento en los precios, que se mantienen en la parte alta del rango de fluctuación para todo el 2011 cercano al 7%. Sin embargo, prevemos una relajación en la inflación de este país para los próximos seis meses tras el desplome de los precios agrícolas en la última parte del 2011.

En resumen, prevemos una moderación en los precios a nivel global y mantenemos un escenario "desinflacionista" para el mundo occidental en las tasas subyacentes, lo que significa que cualquier repunte observado en los índices generales de precios vendrá propiciado, exclusivamente, por las tensiones de oferta derivadas de cuestiones más relacionadas con la geopolítica. Sí es posible que, de persistir las tensiones en los factores de oferta, pudieran darse efectos de segunda ronda que acaben afectando también a las tasas subyacentes. No obstante, y al nivel en que se encuentran ya los precios de la energía (crudo), pensamos que cualquier repunte adicional tendrá un efecto mucho mayor en los ritmos de gasto, que acabarían trasladándose de forma acusada a los ritmos de producción, consumo de energía y, por consiguiente, a su precio.

Para los países emergentes de Asia, prevemos que sean capaces de mantener la inflación dentro de los objetivos "fijados". En cambio, para las economías de América Latina, aunque también contemplamos una moderación en los precios, prevemos un mayor grado de dificultad para que las autoridades logren situar la inflación en los rangos objetivos fijados.

Eurozona

Uno de los principales factores de riesgo de alcance global, si no el principal, sigue siendo la crisis de la deuda en Europa y su aparentemente imprevisible evolución. Este factor ha supuesto un importante elemento de distorsión durante todo el 2011 que sigue afectando, de manera evidente, al buen funcionamiento de factores estabilizadores como el mercado interbancario, propiciando incluso una alteración en el flujo normal del mercado de divisas. Ambos efectos suponen un límite en sí mismo para el crecimiento.

Es esencial establecer primero cuál pudiera ser el desenlace en este frente, ya que, dependiendo del resultado, nos encontraremos sencillamente en un mundo u otro; con euro o sin euro, con todas las implicaciones que ambas soluciones comportan, que son muchas.

En nuestra opinión, tal y como hemos venido defendiendo durante todo el 2011, la problemática actual que envuelve a los países de la periferia de Europa, y en especial a Grecia, responde a una estructura formal de incentivos. Es decir, un juego formal, en el que los participantes (rescatados y rescatadores) seguirán estableciendo sus estrategias individuales óptimas (que en términos agregados dejan de serlo), lo que significa que, muy probablemente, seguiremos viendo episodios de máxima tensión en los que la amenaza de escisión por parte de algún miembro del bloque euro estará presente de forma constante, cuestionando con ello la propia supervivencia del euro.

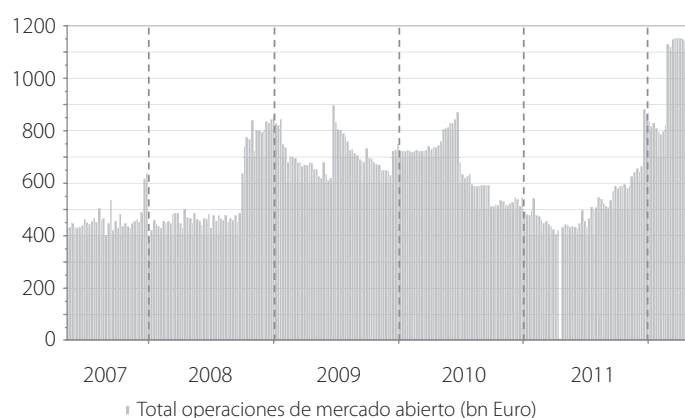
Hemos planteado también, durante gran parte del 2011, que este juego debe jugarse de forma correcta. En caso contrario, el resultado puede ser el peor. Y a pesar de la contradicción aparente, planteamos que la mejor manera en que los participantes pueden jugar es aquella en la que el “desastre” de la ruptura del euro sea un elemento que esté presente de forma constante. Sólo así las partes concebirán la idea de “destrucción económica garantizada”, que es el resultado previsible de la ruptura del euro.

La única forma de que la idea de la ruptura esté presente de forma constante (condición necesaria para el buen desenlace de la crisis), es que la Comisión muestre el necesario grado de rigidez para con los objetivos de ajuste y consolidación fiscal de los países que están percibiendo fondos a través de los programas de rescate. Entendemos que una manera alternativa de actuar (más laxa y permisiva), hace aumentar de forma exponencial los riesgos de ruptura en un futuro.

Así pues, este argumento, aparentemente contraproducente, de ir gestionando la crisis siempre “al borde del abismo”, así como las respuestas que hemos ido observando en cada uno de estos episodios de estrés y de riesgo para la propia configuración del bloque del euro (tal y como la conocemos hoy), nos conducen en nuestra determinación del escenario central para la eurozona. En este escenario planteamos una solución final (de largo plazo) satisfactoria, entendida como un resultado en el que todos los integrantes actuales del bloque del euro permanecen en él, inmersos en un proceso de saneamiento de las cuentas públicas, proceso que indudablemente tendrá un impacto económico inicial negativo, pero que fortalecerá la posición de credibilidad de la divisa única en el largo plazo.

Mientras tanto, y mientras persistan las dislocaciones en el mercado interbancario europeo fruto de las tensiones previsibles en el futuro, es esencial que el BCE juegue un papel activo como proveedor de liquidez al sistema. En este sentido, ya hemos presenciado esa “necesaria” actuación por parte del BCE, que ha asumido ese papel estabilizador temporal mientras las naciones intentan ajustar sus desequilibrios estructurales.

BCE - Operaciones de mercado abierto (Inyecciones de liquidez)



Fuente: ECB

©FactSet Research Systems

En su última actuación, el BCE decidió ampliar sus actividades de financiación en *repo*, tanto en cuantía como en vencimientos, en lo que supone un auténtico balón de oxígeno para los bancos, pero también para los gobiernos. Primero porque “suaviza” la brecha entre necesidad de *funding* y demanda de papel bancario. Y, en segundo lugar, porque supone un importante flujo para que los bancos provean de liquidez a sus gobiernos. Sin duda, muchos bancos aprovecharán esta oportunidad para entrar en nuevas estrategias de *carry* (tomar prestado al BCE a tipos bajos y reinvertir en el bono soberano). Vemos esta opción casi como una certeza matemática dadas las débiles (muy débiles) perspectivas de beneficios.

Los países periféricos que pueden verse más beneficiados por estas políticas podrían ser España, en donde los préstamos de los bancos al Estado suponían a principios de año menos del 10% de los préstamos totales (quedando, por lo tanto, mucho espacio para que estos aumenten la exposición a gobierno), e Italia, inmersa en una situación similar.

En cuanto al crecimiento económico previsto para la zona del euro en el 2012, planteamos un escenario de crecimiento

cero a nivel agregado. La región se verá lastrada por los efectos de los ajustes fiscales en los países del sur, en donde destacamos unas contracciones en PIB que podrían sobrepasar el -4% en Grecia y Portugal. Para España, el resultado final dependerá de si la Comisión levanta los objetivos de déficit fijados del 4,4% para este año. De no ser así, España podría moverse en una contracción cercana al 2%, lo mismo que Italia. Por el lado positivo, Alemania actuaría como factor de compensación, aunque las previsiones están siendo revisadas a la baja, situándose ya por debajo del 1%. Francia se mantendría por debajo, aunque en territorio de expansión.

En el terreno de la inflación, prevemos que la eurozona siga inmersa en un proceso de “desinflación” en las tasas subyacentes. Cualquier repunte en el ritmo de los índices generales de precios se deberá a factores de oferta, sin suponer ningún reflejo de fortaleza de los agregados domésticos de demanda y, por lo tanto, sin implicar un riesgo de descontrol de la inflación a largo plazo.

Estados Unidos

La economía ha logrado, una vez más, sortear el riesgo de recaer en recesión en 2011. Durante los meses centrales del año pasado, esta era una posibilidad que iba ganando enteros hasta que, en septiembre, resultó ser el nuevo escenario central para la mayoría de los agentes económicos. Finalmente no fue así, y ahora mismo la economía parece estar alejándose de forma decidida de la posibilidad de una contracción. Así lo confirman algunos datos de tráfico ferroviario a inicios de 2012, por ejemplo, y lo mismo pasa con otros indicadores como el ISM, con una gradual aceleración que persiste bien entrado el nuevo año.

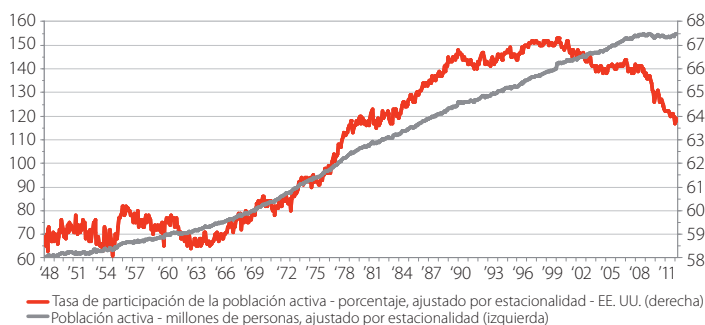
Así pues, y a pesar de que el ritmo de crecimiento en Estados Unidos no es el deseable, según estos indicios no existen signos de un hipotético colapso en el PIB (“doble *dip*”), al menos de cara a la primera mitad del 2012. Dicho esto, para el conjunto del año prevemos un ritmo de actividad en 2012 inferior al del 2011, con una expansión del PIB de entre el 1,5%-1,8%.

¿Qué es lo que mantendrá a esta economía claramente por debajo de su nivel potencial de crecimiento? Entre otros muchos factores, el necesario ajuste de los balances privados y públicos, que sigue su curso y está, por el momento, lejos de completarse. Las empresas de EE. UU. han llevado a cabo un fuerte proceso de “saneamiento” de balance, con una reducción de su deuda bancaria del 25% (o 400.000 millones de dólares). Como respuesta, los bancos, han “empezado” a conceder créditos a corporaciones no financieras, algo ciertamente positivo. Esta actividad crediticia crece a un ritmo del 7% anual, rasgo incompatible con la idea de “doble-*dip*”. Por su parte, los balances de las familias también han sido parcialmente saneados (unos 600.000 millones de dólares). Pero a pesar de este aparente saneamiento en los balances de empresas y familias, lo que tenemos hasta el momento es una reducción conjunta del apalancamiento privado valorado en 1 billón de dólares (el equivalente a un 6,5% del PIB USA, cifrado en unos 15,38 billones de dólares), que aunque sea un paso necesario, sugiere que queda todavía

un largo camino para sanear estos balances privados y cuyo fin fijamos entre el 30%-40% del PIB.

También el mercado laboral persiste en su debilidad. Actualmente hay unos 170 millones de personas que no trabajan en Estados Unidos, lo que hace que el ratio de trabajadores con empleo en relación a toda la población haya retrocedido hasta el 45%, un nivel anormalmente bajo y no visto desde el año 1984. Del total de personas que no trabajan debemos sustraer los que realmente no pueden trabajar (jubilados y niños menores de 15 años), lo que nos deja con una base de análisis de unos 70 millones de personas que no trabajan pero sí pueden hacerlo. De este grupo deberíamos sustraer a su vez los que no quieren trabajar, medidos por la tasa NAIRU de desempleo (personas que permanecerían sin trabajar a pesar de que la economía creciera a su nivel potencial), y también todas aquellas personas que permanecen voluntariamente fuera de la fuerza laboral (unos 42 millones de personas). En total, obtendríamos el demoledor dato de que existen 24 millones de personas sin trabajo, capacitadas físicamente para trabajar y que quieren hacerlo. Se trata de la cifra más alta desde que disponemos de estos datos y, lo que es peor, una cifra que se mantiene estable desde 2009.

Participación de la población activa



Por último, otro factor que limita el propio crecimiento es el ajuste pendiente en el mercado de la vivienda. A pesar

de algunos signos tímidamente positivos por el lado de las ventas, es pronto para determinar que ello pueda suponer el inicio de una tendencia a largo plazo. En el periodo 1997-2008 asistimos a una situación constante de exceso de ventas de viviendas. En concreto, el promedio anual es de un millón de unidades vendidas, muy por encima del promedio razonable de 600 mil, y que arroja un exceso de viviendas superior a los 4,4 millones; si bien es cierto que ese exceso se ha empezado a drenar, con un ritmo de ventas promedio de tan sólo 300 mil y el consiguiente descenso en construcción de nuevas unidades, parece claro que llevamos muy poco tiempo drenando ese exceso (3 años). Ello significa que hace falta más tiempo para recolocar las viviendas en exceso, y por lo tanto, más tiempo para ver una reactivación en el volumen de casas iniciadas, que es lo que realmente contribuye al PIB.

Un elemento adicional que no debemos perder de vista es el elevado volumen pendiente en las actividades de "rehipotecación" (*shadow banking*). Según algunos cálculos realizados por ANDBANK, existirían colaterales (utilizados simultáneamente por otras entidades) por valor de unos 8 billones de dólares. Entendemos que esa cifra debe reducirse antes de que la banca americana pueda volver a utilizar su balance para expandir la economía.

En resumen, tenemos indicios de estabilización de la economía tras los episodios de fuerte moderación vistos durante el segundo y tercer trimestre del 2011. Incluso los datos han mostrado una inusual fortaleza en los dos primeros meses del 2012, hecho que ha propiciado una clara mejora en la percepción sobre el PIB del 2012. No obstante, debemos ser conscientes de que existen factores que siguen (y seguirán) limitando el crecimiento, por lo que planteamos nuestro escenario central, para esta economía, en un crecimiento todavía por debajo del potencial de cara al 2012.

En cuanto a los precios, prevemos una continuidad en la moderación de las tasas subyacentes, que se mantendrán bajas a consecuencia de un ritmo también moderado en los factores domésticos de producción y consumo. Sí pudieran darse

repuntes en los índices generales, que vendrían alimentados por tensiones en el lado de la oferta, y que en ningún caso serían el reflejo de un aumento sostenible de los factores de demanda.

Japón

La economía nipona vuelve a mostrar ciertos signos de debilidad en la última parte del 2011 (tras cobrar impulso en el segundo semestre del año). Ha habido factores específicos que han propiciado el nuevo deterioro en los ritmos de actividad, como la fuerte apreciación del yen desde julio (+5,1%) y cuyos efectos se empezaron a notar de forma evidente en el cuarto trimestre. Otra razón de la actual moderación de la economía fueron los efectos de las fuertes inundaciones en Tailandia, país que sufrió una contracción del PIB del 9% interanual en el último trimestre del año, hecho que se dejó notar en la actividad de Japón, cuya producción industrial se vio afectada en un -0,4% en los tres últimos meses del año.

Japón se muestra hoy como una economía muy diferente a la que fue para la mayoría de expertos en sector exterior. A pesar del largo periodo de atonía económica, el país no logra cambiar las dinámicas de PIB y actualmente, en contra de lo que muchos piensan, presenta un déficit comercial de -2,5 billones de yenes. Se trata de la primera vez que registra un déficit comercial desde 1980.

No obstante, y como aspecto esperanzador, en los primeros meses del 2012 los datos más recientes de alta frecuencia apuntan a cierto fortalecimiento de la actividad. El índice PMI de producción industrial correspondiente a enero señala el retorno al crecimiento en la producción manufacturera por primera vez en tres meses.

Para el conjunto del año, las proyecciones de organismos internacionales mantienen un ritmo de PIB del +1,7%, muy por encima del ritmo de contracción observado en 2011 (-0,9%), pero un nivel que puede resultar ciertamente pobre si lo comparamos con el crecimiento observado en 2010 que fue del 4,4%.

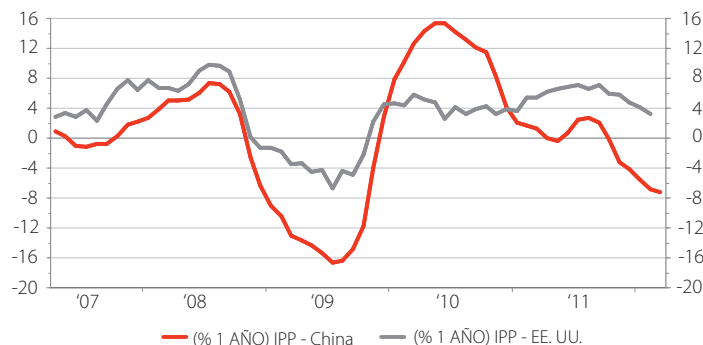
Por lo que respecta a la evolución de los precios, los niveles de los últimos meses se han mantenido consistentemente en el territorio de la contracción, aunque de forma débil. Las tasas interanuales han oscilado entre el -0,1% y el -0,2% para los índices generales. En tasas subyacentes (sin alimentos ni energía) el ritmo se sitúa en un preocupante -0,8% interanual en la actualidad. No esperamos un cambio significativo en la tendencia; en todo caso, un ligero aumento de las tasas de inflación, acorde con las previsiones de PIB, también moderadas.

Economías emergentes de Asia

La previsión que tenemos para el crecimiento de la región es optimista, con unos ritmos de expansión que oscilarán alrededor del 7% en promedio, un nivel inferior al de 2011 pero muy por encima de las previsiones para el resto del mundo.

Una de las razones principales que alimenta nuestras perspectivas es que la inflación en estos países probablemente esté cerca de haber hecho "pico". En nuestro escenario central, el precio de las *commodities* debería permanecer "estable" (o incluso cotizar por debajo de los niveles de 2011), lo que dibuja una tendencia de moderación de los precios en estos países de cara a los próximos trimestres.

Industrial Production Prices - China vs. EE.UU.



Fuente: National Bureau of Statistics of China & Conf Board

©FactSet Research Systems

Todo ello dibuja un entorno que permitiría a los bancos centrales de estos países facilitar recortes en los tipos, lo que, sin duda, ayudaría a compensar la frágil situación en el gasto privado de los países occidentales.

Adicionalmente, los niveles de deuda y déficit en la región son relativamente bajos, siendo el nivel de déficit promedio del 2,5%. Malasia y Taiwán son los que presentan un déficit presupuestario mayor (5%), mientras que Indonesia y Tailandia serían los mejor posicionados (con un déficit del 0,5% y 2,5% respectivamente). Esta situación de "saneamiento" en las cuentas públicas deja espacio para estímulos fiscales, que junto con las políticas de rebajas en los tipos (tras el reciente control en los precios), ayudaría a compensar deterioros potenciales que pudieran darse a nivel global.

No obstante, existen zonas dentro de la región que parecen tener una mejor disposición para el crecimiento. Ello tiene relación con el nivel acumulado de deuda privada. Este endeudamiento privado ha aumentado peligrosamente en los últimos años, sobre todo en los países del Este-Pacífico (con un nivel de deuda de las familias y empresas equivalente al 120% del PIB); en cambio, los países del sudeste asiático mantienen un nivel de deuda privada mucho más moderada, equivalente al 40% del PIB (a excepción de Vietnam, que estaría en el 125%). En cuanto a los países más importantes, China estaría alrededor del 130% (la Región Administrativa de Hong Kong cerca del 200%).

Respecto a China, es cierto que todas las luces de alarma saltaron durante el periodo 2009-2010 en lo que respecta al desmedido crecimiento del crédito doméstico (privado). Una actividad que superó la cifra de los 50 billones de yuanes y que llama ciertamente la atención considerando que el PIB nominal se situaba en torno a los 44 billones de yuanes.

Cualquier modelo basado en crédito indefinido es, de por sí, insostenible y deriva en un colapso brusco. De ahí muchas de las preocupaciones sobre la posibilidad de un *hard landing* en China.

No obstante, ante grandes abusos del crédito en el pasado de este gigante asiático, hemos visto medidas de control por parte de las autoridades que sirvieron para reconducir los niveles de endeudamiento nacional privado hacia límites sostenibles.

Por ejemplo, en el periodo 2003-2008, tras un fuerte aumento del endeudamiento de las familias (que ascendió hasta el 130% del PIB) y que hacía pensar, también entonces, en un posible colapso, las autoridades "guiaron" el crecimiento del crédito a un ritmo mucho más moderado del -12,5% promedio en todo el periodo (muy por debajo del ritmo del 25% visto en el 2003), lo que corrigió el ratio de endeudamiento privado al 110%.

Más tarde, en el periodo 2008-2010, y ante la crisis global y el colapso del comercio internacional, el gobierno chino tuvo que implementar un nuevo estímulo y facilidad del crédito, lo que llevó las tasas de variación del crédito por encima del 30% y el ratio de endeudamiento privado actual a cerca del 130%.

Ante tal desmesura, China ha empezado en 2011 a guiar de nuevo los ritmos de crecimiento en el crédito hacia niveles mucho más moderados del 15%. Beijing parece haber optado, una vez más, por "forzar" al crédito a moderar el ritmo hasta un nivel inferior al ritmo del PIB nominal (que crece actualmente al 18%), lo que llevará en 2011 a una contracción del ratio de endeudamiento, y por tanto, a una situación de normalidad.

El problema es que no es razonable pensar que el PIB nominal crecerá a un 18%. Pensamos que es más razonable pensar en un PIB real del 8% con una inflación elevada del 6%, lo que deja el PIB nominal en el 14%, y ello hace necesario que las autoridades obliguen a "moderar" aún más el ritmo del crédito (digamos a un 10%-12%). De ahí que pensemos que China crecerá en 2012 por debajo del ritmo visto en 2011, pero que los créditos aumenten a un ritmo del 10%-12% no es, a nuestro parecer, un escenario proclive para que se dé un *hard landing*, como algunos piensan.

América Latina

A pesar de la imagen de dinamismo que proyecta esta región, tenemos evidencias de nuevos signos de debilitamiento, que han quedado patentes en los ritmos de crecimiento de algunos de los principales países de la zona. Esta pérdida de tono económico ha venido propiciada por el empeoramiento de la situación en Europa, una mayor agitación en los mercados globales y una menor demanda por parte de China.

En resumen, el alcance de algunas políticas de estímulo puede ayudar a "suavizar" la ralentización en la región. A pesar de ello, esperamos que el PIB promedio en la región se sitúe por debajo del 3,5% en 2012 (muy lejos del 4,6% esperado para 2011).

Brasil ha parado en seco el crecimiento en el tercer y cuarto trimestre. Esta abrupta moderación en el ritmo suscita algunas cuestiones sobre la sostenibilidad del modelo económico en este país. A este respecto, en ANDBANK hemos analizado en detalle los factores que dan impulso a la actividad y hemos detectado una serie de inconsistencias que nos llevan a proyectar un ritmo de crecimiento menor de cara a 2012.

Gran parte del aumento del PIB en Brasil se ha debido a una evolución positiva en los términos del comercio. En los últimos 5 años, los precios de las exportaciones han aumentado un 90% mientras que los de las importaciones lo han hecho un 40%, lo que dibuja unos términos del comercio excesivamente favorables. Las condiciones se han acentuado incluso desde 2009 (con el inicio del QE de la Fed y la subsiguiente burbuja en *commodities*). Igual que en Argentina, ese flujo de entrada de dinero "extra" (por el aumento de las exportaciones nominales) ha sido utilizado, preferentemente, para consumir, tomando como *proxy* del consumo las importaciones, factor que juntamente con otras partidas ha propiciado un deterioro de la balanza por cuenta corriente. Es decir, en gran medida, Brasil ha basado su consumo (y por tanto, una parte substancial de su PIB), en una evolución favorable entre los precios de sus exportaciones y el de las importaciones. Esta dinámica, conocida como "mejora en

términos de comercio", ha proporcionado un *cash* "extra" a la economía que ha servido para financiar el consumo doméstico y ha favorecido las dinámicas de PIB. No obstante, nos encontramos en un escenario incierto para los precios de las materias primas. Unos precios que se han movido de manera caprichosa en el pasado y que incorporan ahora un componente adicional de volatilidad, gracias a la gran participación del capital inversor en la negociación de estos activos. Un contexto global de máxima dificultad resta atractivo a estos activos, que podrían experimentar reducciones notables en sus precios. Este contexto, sin dudas, tendría connotaciones negativas para el consumo doméstico en Brasil y en definitiva, para el ritmo de expansión del PIB.

La pregunta obligada que debiera hacerse todo el mundo es: ¿Qué pasará si caen los precios de las *commodities*? La respuesta empieza a hacerse visible con la caída de los precios de las materias primas observada en el cuarto trimestre de 2011 (trigo -26%, soja -21%, azúcar -28%). El consumo privado parece ahora menos dinámico y quizá más vulnerable. De hecho, en tasa interanual, el nivel de expansión del consumo es ahora cercano al 5%, muy inferior al ritmo del 10% con el que empezaba el 2011.

Para algunos, la clave de la sostenibilidad del ritmo en Brasil sigue estando en una política fiscal equilibrada. En este sentido, aunque el déficit primario sea aparentemente "razonable" (-2,5% del PIB), dibuja una dinámica preocupante desde 2009 (cuando había equilibrio), lo que podría interpretarse como un cierto uso del "cartucho del gasto público" y, por lo tanto, menos margen para seguir usándolo.

Otro aspecto preocupante de la economía brasileña que parece pasar desapercibido son las señales de debilidad desde la actividad industrial. Durante el tercer trimestre, los datos confirmaron que la industria brasileña habría entrado en "recesión". Y en el cuarto trimestre los indicadores de alta frecuencia apuntan a que el sector industrial sigue estancado. Esta dinámica ha sido tan evidente que incluso se ha recogido en la serie interanual (a priori mucho más estable).

También preocupa el desglose del PIB. La única palanca de crecimiento es el "sector exportador" y sospechamos que ante una debilidad generalizada del PIB global en 2012, esta palanca perderá vigor y, con ella, el PIB del año entrante.

Consumo versus fabricación - Brasil (Índice)



Fuente: IBGE

©FactSet Research Systems

En definitiva y en términos generales, nuestro diagnóstico es que estaríamos presenciando la reanudación del "Modelo de dos Velocidades" (M2V) brasileño. Mientras la industria intenta contener la caída, los sectores relacionados con el consumo lo hacen mucho mejor. No obstante, la lección aprendida en 2011 es clara para nosotros. El modelo brasileño es altamente dependiente del precio de las *commodities* y de los flujos de entrada al país. Y la pregunta que nos hacemos en estos momentos es ¿En qué medida es sostenible este patrón? En un intento por dar respuestas, sabemos que ambos factores de crecimiento (precio de *commodities* y flujos de entrada) muy probablemente se vean afectados por un entorno de debilidad global que dejaría "al descubierto" a esta economía aunque, por ahora, percibamos signos de optimismo.

Las opciones de las autoridades brasileñas pasan por bajar tipos (cuyos efectos no se verán hasta dentro de 6-9 meses) y continuar con políticas de tarifas a la importación (prácticas proteccionistas que van en detrimento del futuro desarrollo del país). Estas opciones no tienen un efecto claro a medio plazo.

Por todo ello, nuestro escenario dibuja la continuidad del deterioro en la actividad con un PIB 2012 que se moverá en torno al 2,5%-3,0% (muy por debajo del promedio 10 años del 4%).

Algo de todo esto debe observar (o quizá compartir) el Banco Central del Brasil, que ya ha empezado a rebajar los tipos de interés en previsión de un empeoramiento futuro de las condiciones de mercado.

A nivel de precios en Brasil, aunque a un ritmo lento, preveemos una moderación de la inflación hasta alcanzar el 4,5% a finales de 2012.

En lo que se refiere a Argentina, el sobrecalentamiento económico se ha mantenido como una de nuestras principales preocupaciones durante gran parte del 2011. ¿Por qué? Sencillamente porque el crecimiento estaba siendo hinchado por un peligroso "cóctel" de política fiscal y monetaria superlaxa y una trayectoria insostenible en los términos del comercio.

El gasto gubernamental anual está ya a niveles máximos históricos (en términos de porcentaje sobre PIB) y el saldo de deuda viva crece ya a un nivel insostenible del 7% cada año, que probablemente continúe tras la victoria electoral de la Sra. Fernández.

Ni los gestos mostrados ni los compromisos adquiridos hacen pensar en un cambio de modelo. Es más, la presidenta mantiene la esencia del equipo político, con Boudou y ella misma desplegando un papel importante en las políticas económicas.

Los precios siguen acelerándose, y a pesar de que la cifra oficial publicada desde el gobierno parece aceptable (9,51%), algunos métodos de cálculo sugieren un nivel real de precios superiores al 20%.

La fuga de capitales es un riesgo cada vez mayor. El ejecutivo lo sabe y ha empezado a tomar medidas de control en el

libre movimiento de divisas por parte de la población (actuaciones que, desde una perspectiva histórica, podrían agudizar aún más las tensiones domésticas).

De una u otra forma, parece inevitable un ajuste de la economía en Argentina. La duda es si el ajuste vendrá a través de un endurecimiento voluntario de las condiciones fiscales y monetarias desde el gobierno (ajuste inducido por las autoridades) o por el contrario veremos un ajuste "desordenado" inducido por el propio mercado.

En cualquier caso, el retroceso que planteamos para Argentina puede ser sustancial. Manejamos ritmos de PIB para el 2012 de alrededor del 2,5% (desde el 6% previsto en 2011). Más a largo plazo mantenemos una postura de extrema cautela en este país.

En cuanto a México, este país ha protagonizado las pocas noticias positivas provenientes de esta región en el último tramo del año; en concreto, en lo que se refiere a los últimos indicadores de actividad (PMI), que apuntan a un final de año más que decente para esta economía. Ya en el tercer trimestre, el PIB de México sorprendió al alza debido a un repunte notable en la producción del sector primario hasta el +8% y/y (desde el -6% del trimestre anterior). No obstante, cabe mencionar que hubo un importante efecto base en esta evolución, por lo que parece altamente improbable que ese ritmo sea sostenible.

No obstante, y de cara al 2012, la economía mexicana plantea una serie de interrogantes que nos hacen ser precavidos. Esperamos un año mucho más desafiante en el que consideramos muy difícil que se pueda repetir el comportamiento de algunos agregados. Aunque pudiéramos ver una buena primera mitad de año en la actividad económica, esta mejora podría resultar ser temporal. Dicha mejora vendría alimentada desde Estados Unidos, en donde avanzamos un probable buen inicio en los datos para el primer trimestre, pero donde prevemos que la moderación irá imponiéndose a lo largo del año, lo que tendrá efectos sobre la economía mexicana, para la que fijamos un PIB 2012 de entre el 2,5%-3,0%.

Entre otras, las razones genéricas de nuestro posicionamiento son dos. En primer lugar, el necesario proceso de ajuste privado en Estados Unidos, preconditionado para poder ver una recuperación duradera, y del cual tan sólo llevaríamos una pequeña parte implementada. Un largo recorrido en ahorro, por lo tanto, queda ante nosotros. Y, en segundo lugar, en Europa los países del bloque euro probablemente entren en recesión de nuevo (aunque en nuestro escenario central se mantienen con un PIB cercano al 0%), lo que dificultará de forma evidente la gestión de la crisis de la deuda. Este factor, y no otro, constituirá de nuevo el principal elemento de riesgo global, que seguirá alimentando el "squeeze" de liquidez y el bajo nivel de actividad global. Entorno poco propicio para América Latina.

Y, por último, inquietantes datos sobre el crecimiento de Chile, que como economía más abierta y más dependiente de las *commodities* representa un buen termómetro de lo que está pasando con la demanda global. El PIB del país ha moderado el ritmo hasta un preocupante 2,6% anualizado en el tercer trimestre, muy por debajo del 5,8% visto a inicios del 2011. La producción industrial se mantiene flirteando cerca del terreno de contracción en la serie interanual (una serie, a priori, más estable), y las series de alta frecuencia (IMACEC) apuntan que la actividad ha continuado deteriorándose en el cuarto trimestre. Consecuentemente, esperamos bajadas agresivas en los tipos por parte del Banco Central de cara al primer y segundo trimestre del 2012. Estas bajadas podrían dejar los tipos en el 4% (o incluso por debajo) a pesar del repunte reciente en la inflación, que se sitúa en la parte alta del rango establecido por el gobierno (2%-4%).

La fuerte caída en el precio del cobre en la última parte del 2011 recoge de algún modo el descenso en el ritmo de los países desarrollados (y China). Para las economías occidentales esperamos un ritmo muy moderado de actividad (crecimiento cero en el caso de Europa) y, en el caso de Asia, un crecimiento menor al observado en 2011, lo que se puede traducir en nuevos descensos en el precio del cobre de cara a la segunda mitad del 2012 y, por lo tanto, en un impacto negativo en las exportaciones de Chile. Esperamos un PIB

2012 para el país de alrededor del 3%-3,5%, por debajo del consenso (y claramente menor al 6% en el que acabará el 2011).

En términos de inflación, contemplamos también para las economías de América Latina una moderación en los precios, aunque prevemos un mayor grado de dificultad para que las autoridades logren situar la inflación en los rangos objetivos fijados.

Previsión para los mercados financieros 2012

Tipos de interés y mercado de bonos de gobierno

En nuestro escenario de contención económica global, con Occidente flirteando en el estancamiento y los emergentes moderando el ritmo, no prevemos una tendencia de descontrol en los precios, con lo que los activos de renta fija debieran mantenerse soportados en precio, pagando unas tasas que oscilarán en un rango considerado muy bajo desde un punto de vista histórico.

Cualquier tensión en los índices generales de precios será fruto de tensiones por el lado de la oferta y se interpretará como un riesgo y una amenaza para la todavía débil e incipiente recuperación, con lo que estos activos no debieran verse perjudicados a pesar de esos repuntes en inflación.

En el mercado de obligaciones en euros prevemos un nivel de TIR para el dos años que oscilará alrededor del 0,50% durante todo el 2012 y, en el caso del bono bund 10 años, planteamos un rango de oscilación entre el 1,5% y el 2,5%. Nuestra recomendación es de compra clara con niveles cercanos al 2,5% y venta clara con niveles próximos al 1,5%.

Para el mercado de obligaciones en dólares prevemos un nivel de TIR a dos años que oscilará alrededor del 0,25% durante todo el 2012 y, en el caso del bono Treasury 10 años, también planteamos un rango de oscilación entre el 1,5% y el 2,5%. Nuestra recomendación es de compra clara con niveles cercanos al 2,5% y venta clara con niveles próximos al 1,5%.

Riesgo Soberano

Grecia volverá a ser foco de tensión debido al poco margen de tiempo del nuevo gobierno tecnócrata y las elecciones previstas para abril de 2012. Ello significa que el riesgo de contagio estará presente, por lo que prevemos que continúe la inestabilidad (volatilidad) en las primas de riesgo de todos los periféricos. No obstante, consideramos a algunos

de estos emisores (Italia y España) como claras opciones de compra.

Para nosotros este será el "Make or Break year for the Euro". Y a pesar de que adelantamos muchísima inestabilidad, derivada de este juego político y de los planteamientos individuales, pensamos que la consciencia del riesgo de ruptura y, sobre todo, de las consecuencias, hará que poco a poco se vayan adoptando los pasos correctos, que no son otros que el reconocimiento de pérdidas por parte de los agentes privados y la asunción de ajustes (y esfuerzos) por parte de los países rescatados con el fin de reconducir sus cuentas.

En este desarrollo, esperamos que el *spread* promedio en bonos *cash* de Portugal, Irlanda, España e Italia –que a principio de año se situaba en el orden de los 850-900 puntos básicos (pb)– experimente un estrechamiento gradual hacia la zona de 500 pb a lo largo del año (o quizá entrados ya en 2013).

Sobre Grecia, y tras otro episodio de "forcejeo" que nos ha llevado, una vez más, a dar un paseo por el abismo en este juego de las negociaciones, hemos visto dos cosas; un nuevo gesto de sumisión por parte de Grecia pero también una aceptación de culpabilidad por parte de aquellos que financiaron el "derroche" (y ahora pagarán en la forma de quita, si finalmente se cumple con el grado de aceptación del canje planteado en la deuda de Grecia). Gracias a estos dos gestos (y si la aceptación del canje es amplia), Grecia recibirá fondos de emergencia por valor de 130 mil millones de euros. A cambio de los préstamos, Grecia acepta los recortes adicionales exigidos (325 millones más) y tratará de reducir su deuda al 120,5% del PIB en 2020, así como aceptar una "mayor y permanente" presencia de observadores de la UE para supervisar la gestión económica. Para nosotros, es un paso más hacia la configuración final del euro. Sobre el PSI, consideramos que el grado de seguimiento del canje oscilará entre el 70% y el 90% y que el gobierno activará las cláusulas de acción colectiva (CAC) obligando al resto de bonistas a aceptar las condiciones del PSI, con lo que será considerado por las agencias de *rating* como un *default*. En

el CDS probablemente saltará el "trigger" (evento de crédito) pero sólo hay un interés neto de 3 mil millones abiertos, por lo que no supone mayor problema.

Sobre Portugal, comentar que el problema es de liquidez y competitividad, pero los ajustes requeridos conllevarán un deterioro a corto plazo adicional, tanto en las finanzas públicas como en el crecimiento, lo que puede derivar en un problema de solvencia. Ciertamente el rescate, en este caso, supone un ajuste muy grande en términos sociales (y políticos). Prevemos muchísima inestabilidad, derivada de la percepción del mercado de que el gobierno pueda decidir, en cualquier momento, no cumplir con "todos" los requisitos fijados desde Bruselas.

Otro elemento de inestabilidad será la solución adoptada con Grecia. A pesar de ser tratado por la UE como un "caso aislado y único", puede sentar un precedente para que otros países (Irlanda y Portugal) decidan aplicar las mismas condiciones. Las previsiones que compartimos para Portugal son:

1. PIB: -5,8% (2012), -3,1% (2013), -1,7% (2014) y +0,9% (2015)
2. Déficit por cuenta corriente del 6,4% del PIB en 2012 (8,7% en 2011).
3. Sí que esperamos un déficit público del 3% del PIB, pero en 2014.
4. La deuda pública del 113% del PIB podría seguir escalando posiciones en los próximos años hasta niveles de 125% en tres años. Vemos, por tanto, difícil que se pueda financiar en mercado en 2012 (como estaba previsto), lo que podría dar lugar a un cambio en las condiciones del plan de rescate actual.

España. Cambio de percepción del riesgo España por parte de algunos rotativos europeos que fueron, en su día, especialmente duros. Así, el FT publicó en el mes de enero los siguientes titulares: "La reforma del sistema financiero es el camino que toda Europa debe seguir". "Si Europa arregla alguna vez su sistema

bancario, quizá sea porque Madrid ha mostrado el camino". Sea como fuere, este emisor está disfrutando en los primeros compases del año de un excelente tono en el mercado primario.

Italia. Importante reducción en las primas de Italia en los tramos largos. Monti sufre presiones internas pero gana adeptos fuera del país. El nuevo presidente tecnócrata apuesta por la liberalización de numerosos sectores (con el objetivo de aumentar la competencia y dejar atrás prácticas oligopolísticas en la red productiva del país). El objetivo pasa por ganar en competitividad y recursos disponibles dentro de la propia sociedad. El país ha experimentado la mejora más importante en cuanto a la prima de riesgo se refiere en este inicio de año.

Crédito

El Itraxx se moverá en el rango de 120-200 pb. Inicia el año por encima de los 20 pb, por lo que, para nosotros, es una compra clara. El objetivo central es un *spread* de 130 pb. Eso nos da 70 pb de estrechamiento, que para una duración de 3,5 representa una revalorización del +2,5% sólo por efecto precio. Aparte, una inversión en crédito recibiría el efecto cupón de Euribor + 200 pb (para inversiones realizadas a inicio de año), lo que arroja un *performance* potencial cercano al 7%.

Este activo tendrá un "suelo" fijado gracias a los *big-players* y los sectores más estables (*Telcos*, *Food&Bev* y *Energy*). En bancos, la línea roja está en el subordinado, aunque hay nombres que suponen una gran oportunidad (aquellos con escasas probabilidades de inyección estatal, y que son los dos o tres *big players* nacionales, sobre todo franceses y españoles). Nos mostramos positivos en deuda bancaria *senior* en general.

Renta variable

Para las bolsas de países desarrollados esperamos un año sin grandes recorridos, aunque preferimos la bolsa de Estados Unidos, para la que proyectamos una revalorización de entre el 5-10% en 2012. En Europa prevemos un comportamiento casi plano.

Los analistas esperan un crecimiento en beneficios de las empresas del S&P del orden del 10,5% para el 2012 (impulsados en gran medida por unos beneficios en la banca que crecerían al 24%).

En ANDBANK consideramos estas expectativas de los analistas del sector financiero demasiado optimistas. Pensamos que una previsión de crecimiento cero en la banca es más razonable en el actual entorno (margen financiero a mínimos, pérdidas pendientes de aflorar, crecimiento cero de balance, etc.).

Ajustando por este efecto nos parece más razonable un crecimiento en beneficios para las empresas del S&P del 6,5%.

Algo similar pasa con las estimaciones para los beneficios de las empresas en Europa, para los que los analistas proyectan un ritmo positivo del 9,9% (también respaldados por un fuerte crecimiento de beneficios en la banca, aquí a un ritmo del 28%). También consideramos, en este caso, que las estimaciones son demasiado optimistas, siendo nuestro planteamiento, para la banca, de un crecimiento del 0%, lo que dejaría la expansión de los beneficios agregada (todos los sectores) en 4,4% según ANDBANK (muy por debajo del consenso del 9,9%).

Ajustando por estos beneficios menores, el grado de volatilidad promedio, proyectado por ANDBANK, mayor que el de consenso y una tasa de descuento (utilizando el 10 años) en el 2% nos da una revalorización potencial de entre el 5%-10% para el S&P y prácticamente plana para el Eurostoxx 600 (como *proxy* de las bolsas europeas).

En cuanto a las bolsas de América Latina, a la luz de las turbulencias en Europa (que prevemos perduren en 2012) y de un crecimiento global menor para el año que viene, esperamos un mal comportamiento de los mercados de acciones en esta región (aunque pudieran mostrarse muy dinámicos en la primera parte del año). Estos mercados se pueden ver golpeados por dos vías. En primer lugar, por una reducción global del apetito por el riesgo. Durante periodos de aumento de la aversión al riesgo, los mercados de la región lo han hecho históricamente peor que sus equivalentes desarrollados. Y en segundo lugar, porque esperamos nuevos ajustes en los precios de las *commodities* (caídas comprendidas entre el 10%-20%), lo que supondrá un duro golpe para estas economías, donde las exportaciones de estas materias suponen en promedio un 20% del PIB, y en la mayoría de los países los sectores y firmas de recursos naturales “dominan” el mercado.

Quizá Chile sería el mercado por el que nos decantaríamos. ¿Las razones? Valoraciones (PE ratio) inferiores a los promedios y no muy por encima de los mínimos del 2008-2009 y porque la presencia de las firmas de materias primas en este mercado rondaría en torno a un modesto 30%.

Para los mercados asiáticos, en cambio, planteamos un mayor dinamismo de cara al 2012. Cuando existe una visión clara para Occidente, también la tenemos para emergentes. El patrón es sencillo. Si Occidente sube, emergentes lo hace más. Y lo mismo pasa al contrario. Si Occidente cae, los emergentes caen más. La dificultad de este año radica en que nuestra proyección para Occidente es más bien mediocre, con Estados Unidos en un sólo dígito y Europa plana. No tenemos, por lo tanto, esa referencia de la correlación y, sin embargo, estamos seguros de que las bolsas emergentes no se quedarán quietas. En este entorno, y con nuestra visión para materias primas y el entorno macro planteado en algunos países de América Latina, proyectamos un “decoupling” entre emergentes Latinoamérica (cautos) y emergentes Asia, en donde nos mostramos más positivos.

Materias Primas

El reciente episodio de tensión en Oriente Medio y el anuncio de Irán de cortar el suministro de crudo a la mayoría de países de Europa han inyectado presión al alza en el precio del crudo. No obstante, en nuestra opinión, la delicada situación de la economía global supone un factor persistente, que no desaparecerá en todo el año y que mantendrá la expansión del crudo limitada, impidiendo que rompa por arriba y veamos los máximos de 2008.

Tenemos cuatro razones para no caer en el pánico tras las amenazas de Irán. Cuatro razones que nos hacen pensar que la reacción del mercado ha sido exagerada y que el crudo está, por lo tanto, haciendo un pico en precio. En primer lugar, sólo dos de los países europeos afectados por el embargo (Italia y España) importaban cantidades apreciables (de 200 y 150 mil barriles por día respectivamente). El resto de países no tienen una dependencia significativa del crudo iraní. En segundo lugar, estos países tienen en reservas el equivalente a mil días aproximadamente de importaciones de crudo desde Irán. Es decir, disponen de mil días para encontrar un suministrador alternativo. En tercer lugar, Arabia Saudí ha mostrado su disposición a compensar cualquier “escasez” de suministro derivada del bloqueo iraní. Y en cuarto lugar, China e India están tomando ventaja de su posición comercial para insistir en precios bajos de crudo (son los mayores consumidores del petróleo iraní y de la región). Esta presión debería ayudar a compensar cualquier repunte en los precios globales de crudo fruto del esfuerzo de la UE por buscar petróleo alternativo.

Así pues, pensamos en un petróleo que debiera oscilar en torno a los 90 dólares (con posibilidades de recortar hasta los 80 dólares en los meses centrales del año o durante el tercer trimestre).

Por lo que respecta al resto de materias primas, nuestro escenario central macro no es compatible con una continuidad en el alza de los precios, ni tan sólo con que estos se mantengan en los niveles actuales. Los indicadores de trans-

porte, utilizados como “proxy” de la demanda real, se sitúan a inicios de año en mínimos históricos, algo que contrasta con unos precios de las materias primas secas todavía muy elevados por la influencia de la demanda especulativa. Esta demanda, aún pudiendo mostrarse persistente por la acción de las políticas monetarias de creación de dinero (que provocan una pérdida de valor del dinero a favor del precio de los bienes reales), suele ser mucho más volátil e inestable, razón por la cual nos mostramos cautos en este tipo de activos, fuertemente respaldados por un factor voluble.

Prevedemos una contracción superior al 10% en el precio de las *commodities* industriales y agrícolas.

En cuanto al oro, este permanecerá soportado durante todo el año en niveles elevados, lo que no significa que tenga recorrido al alza. La persistencia de algunos factores globales de riesgo (crisis de la deuda en Europa, el techo de deuda en Estados Unidos, Irán, etc.) mantendrá ese nicho de demanda que desee cubrirse ante la posibilidad de crisis aleatorias. Pero nuestro escenario para el oro se reduce a eso. Bien soportado en los niveles actuales, 1.600-1.900 dólares, sin recorrido adicional al alza en 2012. De cara a más largo plazo (2-4 años vista), tenemos indicios suficientes para pensar que el oro está estructuralmente caro, con lo que no podemos recomendar comprar oro a los niveles actuales.

Divisas

Nuestro nivel objetivo para el año sugiere una gradual depreciación del dólar contra el euro que podría llevar el cruce por encima del 1,40 a finales de año (o inicios del siguiente). A pesar de ello, planteamos la posibilidad de un repunte del dólar en la primera parte del año, a la luz de unos datos decentes en Estados Unidos, pero, sobre todo, por la inestabilidad que puede provocar la gran necesidad de financiación de Italia y España en el periodo febrero-abril. No sabemos como estarán los mercados en esos momentos, pero si no están suficientemente receptivos, el euro podría sufrir en este primer trimestre.

A medida que estos emisores vayan superando sus subastas de bonos con la ayuda del BCE y su programa de financiación extraordinaria (LTRO), planteamos una moderación de los riesgos y una mejor percepción por parte del mercado que podría originar un estrechamiento en las primas de riesgo. Eso favorecería al euro y a nuestro objetivo de 1,40 para final de año.

Otro factor que ha dado mucho soporte al dólar pero que debe revertir en el tiempo y, por lo tanto, convertirse en un factor favorable para el euro es la práctica generalizada de los bancos centrales asiáticos de acumular divisa de reserva (dólar) en la parte final del 2011. La tradición apunta a que esta acumulación se sitúe entre los 6-10 meses equivalentes de importaciones, pero hoy las grandes economías asiáticas están acumulando dólares equivalentes a 20-25 meses, y lo que es peor, han acumulado a un ritmo superior al deterioro de la balanza por cuenta corriente de Estados Unidos. Aún no tenemos evidencias de que los bancos centrales asiáticos hayan empezado a relajar este proceso de acumulación. Con los datos disponibles, China se mantiene por encima del equivalente a 22 meses de importación y países como Corea o Japón están aún muy por encima de los promedios históricos. La persistencia de los problemas en Europa durante todo el 2012 hará que se mantenga a niveles altos (USD soportado) pero a medio plazo (6-12 meses) debería revertir hacia el promedio, y eso será muy favorable para el euro. Por ello, nos sentimos cómodos con el objetivo para el cruce en 1,40.

Al mismo tiempo, los grandes fondos de mercado monetario en Estados Unidos retiraron ya gran parte de sus inversiones en Europa (el 97% de los flujos que entraron hacia Francia y/y, el 45% de los flujos que se dirigieron a Holanda y el -61% de los flujos hacia Alemania), por lo que no prevemos un gran efecto negativo adicional para el euro.

Un aspecto, no obstante, que podría seguir dando soporte al dólar, y por lo tanto nuestra proyección de 1,40 verse truncada, sería un nuevo retroceso en el ritmo económico de Occidente, en caso de un verano similar al vivido en 2011

y el convencimiento de que la recuperación está aún lejos. Ello supondría una evolución de la balanza por cuenta corriente en Estados Unidos hacia el terreno del superávit, lo que sugiere que la manguera que proporciona dólares al mundo (precisamente es la balanza por cuenta corriente) vería reducido su caudal una vez más, lo que significa que habría menos dólares de lo deseado. Esa "escasez", sin duda, puede mantener el dólar lejos de nuestro objetivo de 1,40. No obstante, y por segundo año consecutivo, descartamos nuevas contracciones del PIB en Estados Unidos, por lo que este escenario planteado sigue siendo un escenario alternativo, no un escenario central.

4. Informe de auditoría

INFORME DE AUDITORÍA DE ESTADOS FINANCIEROS CONSOLIDADOS

A los Accionistas de
Andorra Banc Agricol Reig, S.A.:

Hemos auditado los estados financieros consolidados de Andorra Banc Agricol Reig, S.A. y sociedades dependientes (el Grupo), que comprenden el balance de situación consolidado al 31 de diciembre de 2011 y la cuenta de pérdidas y ganancias consolidada, el estado de origen y aplicación de fondos consolidado y las notas a los estados financieros consolidados correspondientes al ejercicio anual terminado en dicha fecha.

Responsabilidad de los Administradores sobre los estados financieros

Los Administradores de Andorra Banc Agricol Reig, S.A. son responsables de la formulación de los estados financieros consolidados mostrando la imagen fiel de acuerdo con los principios y normas contables generalmente aceptados por el Sistema Financiero Andorrano, y del control interno del Grupo, en la medida en que los Administradores lo consideren necesario para permitir la formulación de los estados financieros consolidados libres de errores materiales, ya sea por fraude o error.

Responsabilidad del auditor

Nuestra responsabilidad es expresar una opinión sobre los citados estados financieros consolidados basada en nuestra auditoría. Hemos realizado nuestra auditoría de acuerdo con las normas internacionales de auditoría. Dichas normas requieren el cumplimiento de requerimientos éticos, así como planificar y realizar la auditoría para obtener un nivel de seguridad razonable sobre si los estados financieros consolidados están libres de errores materiales.

Una auditoría implica realizar procedimientos para obtener evidencia de auditoría sobre los saldos de los estados financieros consolidados y la información contenida en las notas de la memoria consolidada. Los procedimientos seleccionados dependen del juicio del auditor, incluyendo la evaluación de los riesgos de errores materiales en los estados financieros consolidados, ya sea por fraude o error. Al realizar estas evaluaciones de riesgos, el auditor considera el control interno relevante para la preparación de los estados financieros consolidados por parte del Grupo mostrando la imagen fiel, para diseñar los procedimientos de auditoría apropiados en virtud de las circunstancias, pero no con el objetivo de expresar una opinión sobre la efectividad del control interno del Grupo. Una auditoría incluye también la evaluación de la adecuación de los principios contables utilizados y la razonabilidad de las estimaciones contables realizadas por los Administradores, así como evaluar la presentación global de los estados financieros consolidados.

Consideramos que la evidencia de auditoría obtenida es suficiente y apropiada para proporcionar una base para nuestra opinión de auditoría.

Opinión de auditoría

En nuestra opinión, los estados financieros consolidados adjuntos expresan, en todos los aspectos significativos, la imagen fiel del patrimonio consolidado y de la situación financiera consolidada de Andorra Banc Agricol Reig, S.A. y sociedades dependientes al 31 de diciembre de 2011, de los resultados consolidados de sus operaciones y de los recursos consolidados obtenidos y aplicados correspondientes al ejercicio anual terminado en dicha fecha, de conformidad con los principios y normas contables generalmente aceptados por el sistema financiero andorrano.

DELOITTE S.L.

Jordi Montalbo

31 de mayo de 2012

5. Estados Financieros Grupo ANDBANK

Andorra Banc Agricol Reig, S.A. y Sociedades Dependientes

Traducción de unos estados financieros originalmente formulados en catalán y preparados de acuerdo con el marco normativo de información financiera aplicable a la Sociedad (véanse Notas 2 y 23). En caso de discrepancia, prevalece la versión en lengua catalana.

Balances de situación consolidados al 31 de diciembre de 2011 y 2010

Expresados en miles de euros

ACTIVO	2011	2010(*)
Caja y bancos centrales de la OCDE	39.892	13.890
INAF (nota 20)	210	18.066
Intermediarios financieros a la vista, bancos y entidades de crédito (notas 4 y 5)	411.816	423.297
Bancos y entidades de crédito	412.082	423.449
Otros intermediarios financieros	-	-
Fondo de provisión para insolvencias	(266)	(152)
Inversiones crediticias (notas 4 y 6)	1.684.136	1.611.225
Préstamos y créditos a clientes	1.577.283	1.512.569
Descubiertos en cuentas de clientes	122.732	110.998
Cartera de efectos de clientes	11.815	13.961
Fondo de provisión para insolvencias	(27.694)	(26.303)
Cartera de valores (notas 4 y 7)	940.059	948.844
Obligaciones y otros títulos de renta fija	922.282	864.776
Fondo de provisión para insolvencias	(3.455)	(2.983)
Fondo de fluctuación de valores	(7.605)	(2.738)
Participaciones en empresas del grupo	3.523	3.153
Fondo de fluctuación de valores	(50)	(50)
Otras participaciones	4.987	4.987
Acciones y otros títulos de renta variable	457	952
Organismos de inversión	21.988	83.791
Fondo de fluctuación de valores	(2.068)	(3.044)
Diferencias positivas de consolidación (nota 8.b)	33.951	14.500
Diferencias positivas de consolidación	39.598	17.380
Fondo de amortización	(5.647)	(2.880)
Activos inmateriales y gastos amortizables (nota 8.a)	13.053	12.189
Activos inmateriales y gastos amortizables	42.963	38.685
Fondo de amortización	(29.910)	(26.496)
Activos materiales (nota 8.a)	128.522	116.838
Activos materiales	200.424	182.786
Fondo de amortización	(68.582)	(63.443)
Fondo de provisión para depreciación del activo material	(3.320)	(2.505)
Cuentas de periodificación	46.669	25.584
Intereses devengados y no cobrados	43.818	24.039
Gastos pagados por anticipado	2.851	1.545
Otros activos (Nota 13)	69.349	20.631
Operaciones en curso	15.006	381
Existencias	13	13
Opciones adquiridas	4.446	4.297
Otros	49.884	15.940
TOTAL ACTIVO	3.367.657	3.205.064

Las notas 1 a 23 adjuntas forman parte integrante de estos estados financieros consolidados.

(*) Se presenta, única y exclusivamente, a efectos comparativos.

Expresados en miles de euros

PASIVO	2011	2010(*)
INAF (nota 4)	1.034	18.992
Acreedores (nota 4)	2.761.020	2.690.281
Bancos y entidades de crédito	157.653	195.397
Depósitos de clientes	2.603.367	2.494.884
Deudas representadas por títulos (nota 4)	8.815	23.000
Fondo de provisión para riesgos y cargas (nota 9)	13.581	7.958
Provisiones para pensiones y obligaciones similares	6.459	5.822
Otras provisiones	7.122	2.136
Pasivos subordinados	-	-
Fondo para riesgos generales (nota 11)	2.300	800
Cuentas de periodificación	22.993	16.940
Gastos devengados y no pagados	21.313	14.032
Ingresos cobrados por anticipado	1.680	2.908
Otros pasivos (Nota 13)	114.765	31.603
Operaciones en curso	17.769	492
Opciones emitidas	1.144	1.533
Proveedores y otros acreedores	95.852	29.578
Capital social (nota 11)	78.061	78.061
Capital suscrito	78.061	78.061
Reservas (nota 11)	310.842	296.651
Reserva legal	15.612	15.612
Reservas en garantía	21.619	17.856
Reservas estatutarias	-	-
Reservas voluntarias	131.965	121.150
Reservas de consolidación	8.405	8.792
Reservas de revalorización	63.242	63.242
Primas de emisión	69.999	69.999
Resultados (notas 10 y 11)	54.246	40.778
Resultado del ejercicio	54.246	40.778
Dividendos a cuenta	-	-
Intereses minoritarios	-	-
TOTAL PASIVO	3.367.657	3.205.064

Las notas 1 a 23 adjuntas forman parte integrante de estos estados financieros consolidados.

(*) Se presenta, única y exclusivamente, a efectos comparativos.

Cuentas de orden consolidadas al 31 de diciembre de 2011 y 2010

Expresados en miles de euros

CUENTAS DE ORDEN	2011	2010(*)
Pasivos contingentes	94.796	107.419
Garantías, cauciones, fianzas y avales otorgados	94.040	105.511
Créditos documentarios emitidos o recibidos y confirmados a los clientes	166	173
Aceptación de efectos y similares	590	1.735
Compromisos y riesgos contingentes	253.344	261.953
Compromisos y riesgos de naturaleza operacional	245.567	254.737
Compromisos y riesgos de naturaleza actuarial	7.777	7.216
Operaciones de futuro (nota 14)	2.805.847	2.357.099
Compraventa no vencida de divisas	1.701.447	1.140.140
Operaciones sobre instrumentos financieros a plazo	1.104.400	1.216.959
Depósitos de valores y otros títulos en custodia (nota 18)	5.160.975	6.138.398
Depósitos de valores y otros títulos en custodia de terceros	4.432.959	5.203.499
Depósitos de valores y otros títulos en custodia propios	728.016	934.899
Otras cuentas de orden con funciones exclusivas de control administrativo	1.556.6191	1.607.441
Garantías y compromisos recibidos	1.365.445	1.410.463
Otras cuentas de orden (nota 19)	191.174	196.978
TOTAL CUENTAS DE ORDEN	9.871.581	10.472.310

Las notas 1 a 23 adjuntas forman parte integrante de estos estados financieros consolidados.

() Se presenta, única y exclusivamente, a efectos comparativos.*

Cuentas de pérdidas y ganancias consolidadas de los ejercicios anuales terminados al 31 de diciembre de 2011 y 2010

Expresadas en miles de euros

CUENTAS DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	2011	2010(*)
Intereses y rendimientos asimilados	79.028	61.743
INAF e intermediarios financieros a la vista y a plazo	8.590	5.550
De inversiones crediticias	45.284	38.176
De obligaciones y otros títulos de renta fija	25.154	18.017
Intereses y cargas asimilables	(28.097)	(16.625)
INAF e intermediarios financieros	(3.799)	(1.418)
De depósitos de clientes	(24.184)	(14.942)
De otros	(114)	(265)
Rendimientos de valores de renta variable	74	(14)
De participaciones en empresas del grupo	74	10
De otras participaciones	-	(24)
De acciones y otros títulos de renta variable	-	-
Rendimientos netos de sociedades puestas en equivalencia	-	-
MARGEN FINANCIERO	51.005	45.104
Comisiones por servicios netas	108.687	86.675
Comisiones devengadas por servicios prestados	121.181	94.764
Comisiones devengadas por servicios recibidos	(12.494)	(8.089)
Resultados de operaciones financieras	9.476	9.024
Dotaciones netas al fondo de fluctuación de valores (nota 7)	(4.447)	(822)
Resultados por diferencias de cambio	4.458	4.558
Resultados de operaciones con valores	8.924	3.933
Resultados de operaciones de futuro	(122)	986
Participaciones en pérdidas / beneficios de sociedades puestas en equivalencia	663	369
Otros resultados ordinarios	1.367	881
MARGEN ORDINARIO	170.535	141.684
Gastos de personal	(51.021)	(40.078)
Personal, Consejo de Administración e indemnizaciones	(43.541)	(33.298)
Seguridad Social	(3.959)	(4.095)
Otros gastos de personal	(3.521)	(2.685)
Gastos generales	(37.134)	(32.721)
Material	(644)	(240)
Servicios externos	(16.198)	(14.697)
Tributos (nota 20)	(15.741)	(13.749)
Otros gastos generales	(4.551)	(4.035)
Amortizaciones de activos netas de recuperaciones (nota 8)	(11.341)	(10.097)
Dotación al fondo de amortización para activos inmateriales y materiales	(11.341)	(10.097)
Provisiones para depreciación de activos netas de recuperaciones (nota 8)	(988)	(327)

Expresadas en miles de euros

MARGEN DE EXPLOTACION	70.051	58.461
Provisiones para insolvencias netas de recuperaciones	(8.771)	(17.882)
Dotaciones al fondo de provisión para insolvencias (notas 5, 6 y 7)	(9.199)	(19.028)
Recuperaciones del fondo de provisión para insolvencias	428	1.146
Provisiones para riesgos y cargas netas de recuperaciones (nota 9.b)	(5.320)	(881)
Dotaciones al fondo de provisión para riesgos y cargas	(6.736)	(881)
Recuperaciones del fondo de provisión para riesgos y cargas	1.416	-
Dotaciones al fondo para riesgos generales	-	-
RESULTADO ORDINARIO	55.960	39.698
Resultados extraordinarios (nota 13)	(1.714)	1.080
Resultado consolidado	54.246	40.778
Resultados atribuidos a la minoría	-	-
Resultados atribuidos al grupo	54.246	40.778

Las notas 1 a 23 adjuntas forman parte integrante de estos estados financieros consolidados.

(*) Se presenta, única y exclusivamente, a efectos comparativos.

Estados de Origen y Aplicación de Fondos consolidados correspondientes a los ejercicios anuales terminados al 31 de diciembre de 2011 y 2010

Expresados en miles de euros

ORIGENES DE LOS FONDOS	2011	2010(*)
Recursos generados por las operaciones	82.753	71.338
Resultado del ejercicio	54.246	40.778
Dotaciones netas al fondo de provisión para insolvencias	8.771	17.882
Dotaciones netas a los fondos de depreciación de activos	988	-
Dotaciones netas al fondo de fluctuación de valores	4.842	822
Dotaciones netas a otros fondos (fondos de pensiones y riesgos generales)	963	-
Amortizaciones de activos materiales e inmateriales	11.341	11.856
Pérdida en venta de inmovilizado	-	-
Pérdida por venta de acciones propias y participaciones	-	-
Beneficio por venta de inmovilizado	-	-
Beneficio por venta de acciones propias y participaciones	-	-
Otros	1.602	-
Variación positiva de pasivos menos activos	-	21.770
INAF e intermediarios financieros	-	-
Bancos y entidades de crédito (Pasivo – Activo)	-	8.540
Otros intermediarios financieros (Pasivo - Activo)	-	-
Otros conceptos	-	13.230
Incremento neto de pasivos	108.483	78.185
Acreedores: clientes	108.483	55.185
Deudas representadas por títulos	-	23.000
Disminución neta de activos	4.027	-
Caja y bancos centrales de la OCDE	-	-
Cartera de valores menos participaciones	4.027	-
Ventas de inversiones permanentes	137	843
Ventas de participaciones	-	-
Ventas de inmovilizado	137	843
Recursos generados por las actividades de financiación	443	35.730
Aportaciones externas de capital	-	-
Otras partidas de fondos propios	443	35.730
TOTAL ORIGEN DE LOS FONDOS	195.843	207.866

Las notas 1 a 23 adjuntas forman parte integrante de estos estados financieros consolidados.

() Se presenta, única y exclusivamente, a efectos comparativos.*

Expresados en miles de euros

APLICACION DE LOS FONDOS	2011	2010(*)
Recursos aplicados a las operaciones	-	1.140
Aplicaciones de los otros fondos (fondos de pensiones ...)	-	1.224
Otros	-	(84)
Variación positiva de activos menos pasivos	50.858	157
INAF (Activo –Pasivo)	102	157
Bancos y entidades de crédito (Pasivo – Activo)	26.378	-
Otros intermediarios financieros (Activo - Pasivo)	-	-
Otros conceptos	24.378	-
Disminución neta de pasivos	14.185	-
Acreedores: clientes	14.185	-
Incremento neto de activos	59.314	184.060
Caja y bancos centrales de la OCDE	26.001	904
Inversiones crediticias: clientes	33.313	35.631
Cartera de valores menos participaciones	-	147.525
Compras de inversiones permanentes	44.455	20.751
Compras de participaciones	-	-
Compras de inmovilizado	44.455	20.751
Recursos aplicados por las actividades de financiación	27.031	1.758
Dividendos a cuenta del ejercicio	-	-
Dividendos complementarios del ejercicio anterior	27.031	-
Disminución de reservas	-	1.758
Otras partidas de fondos propios	-	-
TOTAL APLICACION DE LOS FONDOS	195.843	207.866

Las notas 1 a 23 adjuntas forman parte integrante de estos estados financieros consolidados.

(*) Se presenta, única y exclusivamente, a efectos comparativos.

Notas a los Estados Financieros consolidados para el ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2011

1. Actividad

Andorra Banc Agrícol Reig, S.A. es una sociedad anónima constituida en 1930 según las leyes andorranas y domiciliada en Escaldes - Engordany (Principado de Andorra).

El 10 de mayo de 2002, en Junta General Extraordinaria y Universal, se aprobó la modificación de su denominación social hasta entonces Banc Agrícol i Comercial de Andorra, S.A. por la de Andorra Banc Agrícol Reig, S.A. (en adelante, ANDBANK o el Banco), con la correspondiente modificación del artículo 1 de sus Estatutos sociales. El Banco tiene como objeto social el ejercicio de la actividad bancaria, según se define por la normativa del sistema financiero andorrano. Asimismo podrá realizar todas las operaciones y actividades que sean accesorias o complementarias del objeto social.

ANDBANK es la sociedad matriz del Grupo Andorra Banc Agrícol Reig, S.A. (en adelante, el Grupo), en el que se integran diversas sociedades detalladas en las notas 2.c y 7.

Como parte del sistema financiero andorrano, ANDBANK está sujeto a la supervisión del Institut Nacional Andorrà de Finances (INAF), autoridad del sistema financiero andorrano que ejerce sus funciones con independencia de la Administración General, y al cumplimiento de determinada normativa local andorrana (véase nota 20).

2. Bases de presentación y principios de consolidación

a. Imagen fiel

Los estados financieros consolidados adjuntos se ajustan a los modelos establecidos por el Decreto por el que se aprueba el Plan contable normalizado del 19 de enero de 2000, que deben implantar todos los componentes operativos del sistema financiero, publicado en el Butlletí Oficial del Principat d'Andorra, número 5, año 12, de 26 de enero de 2000, y han sido preparados a partir de los registros de contabilidad de Andorra Banc Agrícol Reig, S.A. y sociedades dependientes

(en adelante, el Grupo) al 31 de diciembre de 2011, de forma que presentan la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera, de los resultados y del origen y aplicación del fondo consolidado del Grupo en la fecha citada.

El 1 de enero de 2009 entró en vigor el "Pla General de Comptabilitat" publicado el 23 de julio de 2008, si bien dicho Plan no es de aplicación a las entidades bancarias y otras entidades operativas del sistema financiero.

Los estados financieros consolidados del Grupo, así como los de las filiales que componen el Grupo, están pendientes de aprobación por las respectivas Juntas Generales de Accionistas. No obstante, la Dirección estima que serán aprobados sin cambios significativos.

Las cifras contenidas en los documentos que componen estos estados financieros consolidados están expresadas en miles de euros.

b. Principios contables

Para la elaboración de los estados financieros consolidados se han seguido los principios contables generalmente aceptados descritos en la nota 3. No existe ningún principio contable obligatorio con un efecto significativo en los estados financieros consolidados que haya dejado de aplicarse en su elaboración.

c. Principios de consolidación de los estados financieros

Los estados financieros al 31 de diciembre de 2011 objeto de consolidación son los correspondientes al Grupo que han sido preparados por la Dirección del Banco.

Las sociedades participadas más significativas de Andorra Banc Agrícol Reig, S.A. al 31 de diciembre de 2011 y sus principales datos societarios son los siguientes (importes expresados en miles de euros):

Expresadas en miles de euros

SOCIEDAD	DOMICILIO	ACTIVIDAD	% PARTI- CIPACION DIRECTA	% PARTI- CIPACION INDIRECTA	SOCIE- DAD AU- DITADA	DIVIDEN- DO A CUENTA	FONDOS PROPI- OS	RESULTA- DOS
Caronte 2002, S.L.U.	Andorra	Servicios	100%	-	Si	-	35	-
Clau d'Or, S.L.	Andorra	Inmobiliaria	100%	-	No	-	30	-
Món Immobiliari, S.L.U.	Andorra	Inmobiliaria	100%	-	No	-	27	-
Andorra Gestió Agrícol Reig, S.A.U.	Andorra	Gestora de fondos de inversión	100%	-	Si	-	4.866	3.046
Andbanc Bahamas Limited	Bahamas	Entidad bancaria	100%	-	Si	-	26.903	2.901
Nobilitas N.V.	Antillas Holandesas	Sociedad patrimonial	100%	-	No	-	(1.434)	(4.435)
Savand, S.A.U.	Andorra	Servicios financieros	100%	-	Si	-	2.177	12
Andorra Assegurances Agrícol Reig, S.A.U.	Andorra	Seguros	100%	-	Si	-	3.398	514
AndPrivate Wealth S.A.	Suiza	Gestora de patrimonios	-	100%	Si	-	3.223	(1.872)
Columbus de México, S.A.	Méjico	Gestora de patrimonios	-	50%	Si	-	696	98
Quest Capital Advisers, S.A.	Uruguay	Gestora de patrimonios	-	100%	Si	-	200	577
ANDBANK Asset Management Luxembourg	Luxemburgo	Gestora de fondos de inversión	-	100%	Si	-	855	(383)
ANDBANK (Luxembourg) S.A.	Luxemburgo	Entidad bancaria	100%	-	Si	-	17.679	(1.989)
AndPrivate Consulting, S.L.	España	Servicios	100%	-	No	-	(764)	(556)
Andbanc Wealth Management LLC	E.E.U.U	Servicios Financieros	-	100%	No	-	170	(1.902)
APW International Advisors	Islas Vírgenes Británicas	Gestora de Patrimonios	100%	-	Si	-	302	19
Andbanc Representações Lda	Brasil	Servicios Financieros	100%	-	No	-	57	(117)
AND PB Financial Services, S.A.	Uruguay	Oficina de representación	100%	-	No	-	(35)	(102)
Andorra Capital Agrícol Reig BV	Holanda	Sociedad Instrumental	100%	-	Si	-	32	-
Andbanc (Panamá) S.A.	Panamá	Entidad bancaria	100%	-	Si	-	3.691	(362)
ANDBANC Luxembourg Limited Hong Kong	Luxemburgo	Oficina de representación	-	100%	No	-	97	-
And Private Wealth (Xile)	Chile	Servicios Financieros	-	100%	No	-	-	-
Andbanc Monaco S.A.M.	Mónaco	Entidad bancaria	100%	-	Si	-	18.734	265
Tonsel Corporation	Belize	Sociedad Instrumental	100%	-	No	-	(229)	(17)
LLA Participações Ltda	Brasil	Gestora de carteras y organismos de inversión colectiva	51,63%	-	Si	-	47	-

Nobilitas N.V. posee la totalidad del capital de la sociedad Egregia B.V. y el 99% de la sociedad Zumzeiga Coöperatief. Egregia B.V. posee la totalidad del capital de la sociedad AndPrivate Wealth, S.A. y el 50% de la sociedad Andprivate Wealth, S.A. (Chile) y Zumzeiga Coöperatief U.A. posee la totalidad de capital de Quest Capital Advisers, S.A., el total del capital de Andbanc Wealth Management LLC, el 50% de la sociedad Columbus de México, S.A. y el 50% restante de la sociedad Andprivate Wealth, S.A. (Chile). Los contratos de compraventa de Quest Capital Advisers, S.A. y de Columbus de México, S.A. incluyen potenciales pagos aplazados en función de los futuros resultados de ambas sociedades. Para el ejercicio 2012 se preven pagos por importe de 1.540 y 3.093 miles de dólares americanos a los vendedores de Quest Capital Advisers, S.A. y Columbus de México, S.A., respectivamente. La matriz (Andorra Banc Agrícola Reig, S.A.) mantiene préstamos a Zumzeiga Coöperatief U.A., a través de Nobilitas N.V., por importe de 18.275 miles de dólares americanos que la filial ha utilizado para la creación y adquisición de sus compañías dependientes.

Andorra Gestió Agrícola Reig, S.A.U. es una sociedad gestora de organismos de inversión comercializados por Andorra Banc Agrícola Reig, S.A. Tanto la sociedad gestora como los fondos de inversión están sometidos a la supervisión y control del INAF.

Andorra Assegurances Agrícola Reig, S.A. es la sociedad aseguradora del Grupo. Dicha sociedad, residente en Andorra, tiene como actividad principal la gestión de seguros de vida vinculados a fondos de inversión (Unit Linked), así como otros seguros de vida y diversos.

AndPrivate Wealth, S.A. es una sociedad gestora de carteras con domicilio en Ginebra, resultado de la fusión de la filial suiza del Grupo, constituida en el año 2002, con P&P Portfolio Planning, sociedad adquirida en el año 2007.

Columbus de México, S.A. es una sociedad gestora de patrimonios que trabaja en el mercado mejicano y de la cual el Grupo adquirió en el año 2008 el 50% del capital.

Quest Capital Advisers, S.A. es una sociedad gestora de carteras con domicilio en Montevideo y adquirida por el Grupo ANDBANK en el año 2009.

Andbanc Wealth Management LLC es una sociedad de servicios financieros domiciliada en los Estados Unidos y que fue creada durante el ejercicio 2010 como filial de Zumzeiga Coöperatief.

APW International Advisors, sociedad domiciliada en BVI, es una sociedad gestora de organismos de inversión que se incorporó al Grupo en el año 2007. APW International Advisors es filial directa de Andorra Banc Agrícola Reig, S.A.

And PB Financial Services, S.A. es la sociedad creada para el establecimiento de la oficina de representación del Grupo en Uruguay.

Savand, S.A.U. es una sociedad prestadora de servicios financieros a particulares de Andorra y participada al 100% por Andorra Banc Agrícola Reig, S.A. de forma directa.

Andbanc Bahamas Limited es una entidad bancaria que inició su actividad en el año 2001, después de obtener el 9 de julio de aquel año la licencia a nombre de Banc Agrícola (Bahamas) limited - Banking and Trust Licencee. Dicha entidad está supervisada por el Bank Supervision Department del Central Bank of the Bahamas.

Andbanc (Panamá), S.A. es una entidad bancaria que empezó su actividad en el año 2009 al recibir la licencia bancaria internacional por parte de la Superintendencia de Bancos de Panamá, a cuya supervisión está sometida.

ANDBANK Luxembourg, S.A. es una entidad bancaria fundada en el año 2010 que empezó su actividad en aquel mismo ejercicio. Como entidad bancaria domiciliada en Luxemburgo, está supervisada por la Commission de Surveillance du Secteur Financier y por la Banque Centrale du Luxembourg. Dicha entidad fue definitivamente inscrita por parte del INAF con fecha de 5 de mayo de 2011. ANDBANK

Luxembourg Limited Hong Kong es una sociedad creada durante el año 2010 destinada a prestar servicios de oficina de representación y participada al 100% por ANDBANK Luxembourg, S.A. Se trata de la primera sociedad del Grupo en territorio asiático.

En fecha 26 de diciembre de 2011, ANDBANK Luxembourg, S.A. ha recibido la autorización condicionada al cumplimiento del procedimiento establecido, por parte del Banco de España a iniciar las actividades bancarias en aquel país a través de su sucursal ANDBANK Luxembourg, S.A., sucursal en España.

ANDBANK Asset Management Luxembourg es una sociedad gestora de organismos de inversión domiciliada en Luxemburgo fundada por el Grupo ANDBANK en el año 2009 dentro de su proceso de internacionalización y supervisada por la Commission de Surveillance du Secteur Financier. Esta Sociedad ha sido adquirida por ANDBANK Luxembourg, S.A. durante el presente ejercicio, por su valor teórico contable sin generar ningún resultado en Andorra Banc Agrícola Reig, S.A.

Andorra Capital Agrícola Reig, BV es una sociedad residente en Holanda, creada en el año 2010, que emite títulos de renta fija comercializados por el Grupo.

La entidad gestora de patrimonios AndPrivate Wealth, S.A. y la sociedad Andbanc Representações Lda. son sociedades con la voluntad de prestar servicios financieros a residentes en Chile y Brasil, respectivamente.

Andbanc (Mónaco), S.A.M. es una entidad bancaria adquirida por el Grupo durante el presente ejercicio. Esta entidad, domiciliada en Mónaco, está supervisada por la Banque de France y por la Autorité de Contrôle Prudentiel, así como por la Commission de Contrôle des Activités Financières. El 100% de sus acciones fueron adquiridas por el Grupo ANDBANK el 30 de junio de 2011.

LLA Participações Ltda es la sociedad holding de un grupo de sociedades gestoras de carteras y sociedades gestoras de organismos de inversión colectiva. El 51,63% de las acciones de la sociedad holding fueron adquiridas por el Grupo ANDBANK el 25 de octubre del año 2011. Dicha entidad se encuentra pendiente de la inscripción definitiva por parte del INAF a la fecha de cierre de estas cuentas.

Tonsel es la sociedad patrimonial tenedora de las participaciones de las sociedades Mangusta Antilles HDG NV (de manera directa al 100%) y de Balistes BV y Mangusta Amsterdam BV (de manera indirecta al 100%).

Adicionalmente el Grupo mantiene el 100% del capital en diferentes sociedades de servicios diferenciados de la actividad principal del Grupo domiciliadas en Andorra (Caronte 2002, S.L.U., Clau d'Or, S.L. y Món Immobiliari, S.L.U.), y en España (AndPrivate Consulting, S.L.).

Por otra parte, el Grupo mantiene compromisos relacionados con la expansión internacional por importe de 1.624 miles de euros al 31 de diciembre de 2011.

Las sociedades del Grupo que han sido inscritas en los registros del INAF y que han empezado sus actividades después del 31 de diciembre de 2010 han sido las siguientes:

SOCIEDADES DEL GRUPO CON INICIO DE ACTIVIDADES DURANTE EL AÑO 2011	FECHA INSCRIPCIÓN INAF
Andbanc (Monaco), S.A.M.	9 de noviembre de 2011
LLA Participações, Ltda	Pendiente inscripción definitiva

Las sociedades Clau d'Or, S.L. y Món Immobiliari, S.L.U. no se consolidan por su escasa importancia relativa, respecto a los datos agregados del Grupo.

La definición del Grupo se ha efectuado de acuerdo con el Decreto por el que se aprueba el Plan contable normalizado del 19 de enero de 2000 del Gobierno Andorrano.

Los métodos de consolidación utilizados han sido los siguientes:

- Integración global para las siguientes sociedades: 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. (Chile), ANDBANK (Luxemburgo), S.A., Tonsel Corporation y Andbanc (Mónaco), S.A.M.
- Integración proporcional para la sociedad Columbus de México, S.A. y LLA Participações.
- Puesta en equivalencia para Andorra Assegurances Agrícola Reig, S.A.U.

El método de integración global consiste básicamente en la incorporación al balance de la sociedad dominante, de todos los bienes, derechos y obligaciones que componen el patrimonio de las sociedades dependientes, y en la cuenta de pérdidas y ganancias, de todos los ingresos y gastos que concurren en la determinación de los resultados de las sociedades dependientes. Se consolidan por dicho método todas las participaciones de las que se posea un porcentaje de participación superior al 50%, su actividad no esté diferenciada de la propia del Banco y constituyan conjuntamente con éste una unidad de decisión.

Para la aplicación de la integración proporcional, la incorporación de los elementos del balance y de la cuenta de pérdidas y ganancias de la participada a consolidar se realiza en la proporción del capital que representa la participación, sin perjuicio de las homogeneizaciones pertinentes. Para el resto, el proceso es similar al de integración global. Se consolidan por este método las sociedades multigrupo y con actividad no diferenciada.

El método de puesta en equivalencia consiste en sustituir el valor contable por el cual una inversión figura en las cuentas de activo, por el importe correspondiente al porcentaje que, de los fondos propios de la sociedad participada, le corresponda. El resultado aportado por las sociedades consolidadas por puesta en equivalencia se ha integrado en la cuenta de pérdidas y ganancias consolidada. Se han consolidado aquellas sociedades dependientes en las que la participación directa y/o indirecta de Andorra Banc Agrícola Reig, S.A. en su capital social es igual o superior al 20%, no superando el 50%, o aunque sea superior al 50%, su actividad esté diferenciada de la propia del Banco.

Todos los saldos y transacciones significativas entre las sociedades consolidadas han sido eliminados en la consolidación de los estados financieros.

En los estados financieros individuales de las sociedades que forman parte del perímetro de consolidación se han realizado las homogeneizaciones contables necesarias para llevar a cabo la consolidación.

3. Comparación de la información, principios contables y criterios de valoración aplicados

Principios contables y criterios de valoración aplicados

Los principios contables y criterios de valoración aplicados son los siguientes:

a. Principio del devengo

Como norma general, los ingresos y los gastos se registran en función de su flujo real, con independencia del flujo monetario o financiero que se derive de éstos. Se contabilizan todos los ingresos devengados y los gastos producidos o devengados, menos los intereses devengados de los riesgos dudosos y muy dudosos que sólo se registran cuando se cobran efectivamente.

b. Principio de registro

Todos los derechos y obligaciones del Grupo, incluidos los de carácter futuro o contingente, se registran en el mismo momento en que se originan, ya sea en cuentas patrimoniales o en cuentas de orden, según corresponda.

Igualmente se contabilizan tan pronto son conocidas las alteraciones o transformaciones de valor de los anteriores derechos y obligaciones.

Según la práctica bancaria, las transacciones se registran en la fecha en que se producen, que puede ser diferente de su fecha valor correspondiente, que se toma como base para el cálculo de los ingresos y los gastos por intereses.

c. Valoración de las cuentas en divisas

Los activos y pasivos en otras monedas diferentes del euro, así como las operaciones de compraventa de divisas al contado contratadas y no vencidas, que son de cobertura, se han convertido en euros utilizando los tipos de cambio de mercado vigentes, a la fecha del balance de situación.

El beneficio o la pérdida resultante de la conversión citada y los resultados de las operaciones en divisas realizadas durante el ejercicio se registran íntegramente por el neto como resultados de operaciones financieras en la cuenta de pérdidas y ganancias consolidada.

En referencia a la compraventa de divisas a plazo se valoran

según la cotización del último día hábil de cierre del balance de situación por el plazo residual de la operación. Los beneficios o las pérdidas por las diferencias de cambio originadas se registran íntegramente por el neto en la cuenta de pérdidas y ganancias consolidada.

El resto de cuentas de orden en divisa se presentan convertidas a euros utilizando los tipos de cambio de los mercados internacionales, según la cotización del último día hábil de cierre del balance de situación.

Los productos y gastos en moneda extranjera se convierten en euros en las cotizaciones dominantes en el momento de registrar las operaciones.

Los activos, pasivos y resultados del ejercicio de las sociedades dependientes en otras monedas diferentes del euro se han convertido a euros utilizando los tipos de cambio de mercado vigentes a la fecha del balance de situación.

d. Fondo de provisión para insolvencias

El fondo de provisión para insolvencias tiene como objeto cubrir las pérdidas que puedan producirse en la recuperación de todos los riesgos de crédito. Los fondos que constituyen la cobertura de insolvencias son el específico, el genérico y el de riesgo país.

La provisión de insolvencias, de acuerdo con el plan contable del sistema financiero andorrano, se calcula según los siguientes criterios:

- La provisión específica, correspondiente a toda clase de activos y partidas de cuentas de orden, se determina a partir de estudios individualizados de la calidad de los riesgos contraídos con los principales deudores y prestatarios, basados principalmente en función de las garantías y del tiempo transcurrido desde el vencimiento impagado.

- La provisión genérica establece una dotación de un 0,5% de las inversiones crediticias netas y títulos de renta fija de entidades bancarias y el 1% de las inversiones crediticias netas a clientes y títulos de renta fija, excepto por la parte cubierta por garantías dinerarias contractualmente pignoradas y los riesgos con garantía pignoraticia de valores cotizados, con el límite del valor de mercado de estos valores, los créditos y préstamos hipotecarios y los títulos sobre las administraciones centrales de Andorra y de los países de la OCDE o expresamente garantizados por estos organismos.
- La provisión de riesgo país se determina mediante el análisis consolidado de los citados riesgos con criterios de máxima prudencia que determinan las coberturas necesarias. Se consideran para la apreciación global del riesgo la evolución de la balanza de pagos, nivel de endeudamiento, cargas al servicio de la deuda, cotizaciones de las deudas en mercados secundarios internacionales y de otros indicadores y circunstancias del país.

Desde el ejercicio 2010, en cumplimiento del Comunicado Técnico del INAF 198/10 se encarga a expertos independientes la renovación de las tasaciones de las garantías hipotecarias de la cartera de inversión crediticia, constituyendo las provisiones de insolvencias adicionales necesarias en función de los resultados de las tasaciones (véase Nota 6).

e. Cartera de valores

Los valores que constituyen la cartera de valores del Grupo se presentan, dada su clasificación, según los criterios siguientes:

- La **cartera de negociación** recoge los valores adquiridos con la finalidad de ser vendidos en un corto plazo de tiempo. Los valores asignados a dicha cartera se presentan a su precio de cotización al cierre del ejercicio o, en su defecto, al calculado por un experto independiente. Las diferencias que se producen por las variaciones de valoración se registran (sin incluir el cupón corrido de los títulos de renta fija) por el neto, según su signo, en el capítulo de resultado de operaciones finan-

cieras de la cuenta de pérdidas y ganancias consolidada adjunta del ejercicio.

- Los valores asignados a la **cartera de inversión a vencimiento**, que está integrada por aquellos valores que el Banco ha decidido mantener hasta el vencimiento final de los títulos, se presentan a su precio de adquisición corregido (el precio de adquisición se corrige mensualmente por el importe resultante de periodificar financieramente la diferencia entre el precio de adquisición y el valor de reembolso). El resultado de esta periodificación, junto con los cupones devengados, se registran en el epígrafe de intereses y rendimientos asimilados de la cuenta de pérdidas y ganancias consolidada adjunta del ejercicio.

Los resultados de las enajenaciones que se puedan producir se incluyen en la cuenta de pérdidas y ganancias como resultado extraordinario, pero en caso de ganancia se periodifica linealmente a lo largo de la vida residual del valor vendido en el epígrafe de resultados de operaciones con valores.

Para este tipo de cartera no cabe constituir provisión como fondo de fluctuación de valores por las variaciones entre el valor de mercado y el precio de adquisición corregido. No obstante, se registran dentro de la cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio las pérdidas de valor irreversibles.

Dentro de dicha cartera se registran los títulos de renta fija y fondos no cotizados adquiridos en 2008 en los fondos monetarios gestionados por Andorra Gestió Agrícola Reig, S.A.U. De acuerdo con la autorización del INAF de 26 de enero de 2009, dichos títulos fueron integrados en la cartera de vencimiento del Banco al valor de mercado calculado por un experto independiente. Este precio de incorporación se mantendrá hasta el vencimiento de los títulos. En esta cartera, las plusvalías generadas se abonan a reservas voluntarias mientras que, en caso de saneamientos, deberían cargarse a la cuenta de pérdidas y ganancias.

- La **cartera de participaciones permanentes** engloba las inversiones de renta variable efectuadas en las filiales y participadas que forman el Grupo, que se han consolidado por puesta en equivalencia, así como las participaciones minoritarias en sociedades cuya actividad sea complementaria a la actividad financiera y que estén destinadas a servir de manera continuada a las actividades del Banco. Estas últimas están registradas al precio de adquisición. Si este valor es superior al valor teórico-contable, se efectúa provisión por la diferencia con cargo a la cuenta de pérdidas y ganancias consolidada.
- La **cartera de inversión ordinaria** recoge los valores de renta fija o variable no clasificados en las carteras anteriores. Los valores de renta fija se contabilizan por su precio de adquisición corregido (se periodifica financieramente la diferencia entre el precio de adquisición y el valor de reembolso). Para las pérdidas potenciales netas por fluctuación de las cotizaciones o, en su defecto, por la variación del valor calculado por un experto independiente, se dota un fondo de fluctuación con cargo a la cuenta de pérdidas y ganancias, igual a la suma de las diferencias positivas y negativas, hasta el límite de las negativas.

Los títulos de renta variable incluidos en la cartera ordinaria se registran en el balance de situación consolidado por su precio de adquisición o su valor de mercado, el menor. El valor de mercado se ha determinado de acuerdo con los criterios siguientes:

- Títulos cotizados: cotización del último día hábil del ejercicio.
- Títulos no cotizados: valor teórico-contable de la participación obtenido a partir del último balance de situación disponible.

Para reconocer las minusvalías correspondientes, se ha constituido un fondo de fluctuación de valores que se presenta disminuyendo el activo del balance de situación consolidado adjunto.

f. Diferencias positivas de consolidación

El apartado "Diferencias positivas de consolidación" muestra las diferencias de consolidación que se originaron en la adquisición de acciones de sociedades consolidadas por los métodos de integración global, integración proporcional o puesta en equivalencia (véase nota 8.b.).

Dichas diferencias se amortizan linealmente en un periodo máximo de 5 años (el plazo puede ser ampliado a 10 años previa solicitud motivada al INAF).

Las adquisiciones de Columbus de México, S.A. en abril de 2008, de Quest Capital Advisers, S.A. en diciembre de 2009 y de Andbanc (Mónaco), S.A.M. en junio de 2011 generaron un fondo de comercio de consolidación de 3.572, 13.556 y 11.347 miles de euros, respectivamente. Estos activos, según autorizaciones del INAF de 10 de septiembre de 2009, 2 de agosto de 2010 y 10 de noviembre de 2011, respectivamente, con el objetivo de lograr una mejor correlación de ingresos y gastos, vieron ampliado su plazo de amortización a 10 años a contar desde el momento de la adquisición. Por otra parte, la adquisición de la sociedad LLA Participações Ltda. en el mes de octubre del año 2011 generó un fondo de comercio de consolidación de 10.482 miles de euros.

Tanto las diferencias positivas de consolidación, como los fondos de comercio generados en la adquisición de filiales, quedan cubiertas en todo momento por reservas voluntarias iguales a su valor pendiente de amortizar (véase nota 11.b.).

g. Inmovilizado material e inmaterial

El inmovilizado se muestra, en general, a su valor de coste deducida la amortización acumulada correspondiente, que se efectúa por el método lineal según unos porcentajes que se estiman adecuados para tener valorado el inmovilizado a su valor residual al final de su vida útil.

Los tipos de amortización utilizados han sido:

PORCENTAJE ANUAL

Edificios de uso propio	3%
Instalaciones y maquinaria	10%
Mobiliario y maquinaria de oficina	20%
Equipos informáticos	20-33%
Aplicaciones informáticas	20%
Vehículos	20%

El coste de los activos multipropiedad del inmovilizado inmaterial se amortiza linealmente en un periodo igual a la vida residual del contrato de referencia.

En el caso de que los activos, por su uso, utilización u obsolescencia, sufran depreciación irreversible, se contabiliza directamente la pérdida y disminución del valor del bien correspondiente.

La amortización de las obras e instalaciones activadas en relación con activos alquilados se amortizan de acuerdo con su vida útil estimada, con el límite de duración del contrato de arrendamiento en vigor.

Tal como se indica en la nota 8, los inmuebles afectos a la explotación adquiridos o construidos antes del 30 de noviembre de 2008 fueron revalorizados en dicha fecha, habiéndose constituido una reserva de revaloración en aquel momento por la diferencia entre el valor estimado de mercado y el coste de adquisición, neto de la amortización acumulada (véanse notas 8 y 11). Cuando se produzca una baja de dichos activos, los correspondientes importes reconocidos en la reserva de revaloración pueden ser traspasados, en su caso, directamente a reservas voluntarias.

h. Inmovilizado material ajeno a la explotación

El inmovilizado ajeno a la explotación incluye los elementos no afectos directamente a la actividad bancaria, así como los activos adjudicados.

Los elementos no afectos a la actividad bancaria incluyen terrenos, inmuebles, instalaciones y mobiliario que se valoran

a su coste de adquisición y se amortizan en su vida útil estimada en los mismos porcentajes que el inmovilizado afecto a la explotación.

Los activos adjudicados incluyen terrenos e inmuebles que se valoran al coste de adjudicación o a su precio de mercado, si éste fuera inferior, deducidas las provisiones determinadas por el calendario marcado por la normativa vigente.

i. Derivados financieros

El Banco ha utilizado estos instrumentos de manera limitada tanto en operaciones de cobertura de sus posiciones patrimoniales, como en otras operaciones.

Se incluyen como cuentas de orden las operaciones denominadas de futuro por la normativa del "Institut Nacional Andorrà de Finances" asociadas al riesgo de cambio, de interés, de mercado o de crédito y en concreto:

- Las compraventas de divisas no vencidas y permutas financieras de monedas se contabilizan en virtud del plazo de su vencimiento, al contado o a plazo, según sea inferior o superior a dos días hábiles.
- Los acuerdos sobre tipos de interés futuros (FRA), permutas financieras de intereses y otros contratos de futura contraídos fuera de mercados organizados se contabilizan por el principal de la operación.

Las operaciones que han tenido por objeto y por efecto eliminar o reducir significativamente los riesgos de cambio, de interés o de mercado, existentes en posiciones patrimoniales o en otras operaciones, se han considerado como de cobertura. En estas operaciones de cobertura, los beneficios o quebrantos generados se han periodificado de forma simétrica a los ingresos o costes del elemento cubierto.

Las operaciones que no sean de cobertura, también denominadas operaciones de negociación, contratadas en mercados reglamentados, se han valorado de acuerdo con su

cotización. Las pérdidas o los beneficios resultantes de las variaciones en las cotizaciones se han registrado íntegramente en la cuenta de pérdidas y ganancias consolidada en función de su liquidación diaria.

Los resultados de las operaciones de negociación contratadas fuera de estos mercados reglamentados no se reconocen como realizados en la cuenta de pérdidas y ganancias consolidada hasta su liquidación efectiva. No obstante, se han efectuado valoraciones de las posiciones y se han provisionado con cargo a resultados las pérdidas potenciales netas para cada clase de riesgo que, en su caso, hayan resultado de dichas valoraciones. Las clases de riesgos que se consideran a dichos efectos son el de tipos de interés (por divisa), el de precio (por emisor) de mercado y el de cambio (por divisa).

j. Fondos para riesgos generales

La provisión para riesgos generales incluye los importes que el Grupo estima adecuados para la cobertura de los riesgos generales y se destina a cubrir riesgos inherentes a la actividad bancaria y financiera.

Las dotaciones al fondo se reflejan en la partida de dotaciones al fondo para riesgos generales de la cuenta de pérdidas y ganancias consolidada y las recuperaciones en la partida correspondiente dentro de resultados extraordinarios.

k. Periodificación de intereses

El Grupo calcula por el método financiero (es decir, en función del tipo interno de rentabilidad o coste resultante) la periodificación de intereses, tanto de activo como de pasivo, con plazos superiores a 12 meses.

Para las operaciones de plazo inferior a 12 meses, el Grupo puede escoger entre dicho método y el de periodificación lineal.

I. Provisiones para riesgos y cargas

Provisiones para pensiones y obligaciones similares

El Banco tiene registradas obligaciones con personal por diversos conceptos: obligaciones con jubilados, obligaciones con prejubilados y fondo de pensiones interno de aportación definida por empleados en activo al Banco.

El personal procedente del anteriormente llamado Banc Agricol i Comercial d'Andorra, S.A., jubilado con anterioridad al 22 de diciembre del 1995, goza de un sistema de pensiones de jubilación creado en 1989, de prestación definida. Los empleados incorporados después del 1 de mayo de 1995, a excepción de determinados colectivos con un sistema de aportación definida, no gozan de ningún sistema de pensiones de jubilación.

En ejercicios anteriores, el Banco firmó con diversos empleados acuerdos de prejubilación individuales.

Para los pactos expresos realizados con personal jubilado, el Banco está obligado a efectuar retribuciones complementarias. Para las obligaciones contraídas al 31 de diciembre de 2011 se ha constituido un fondo por importe de 817 miles de euros. Asimismo, para el personal prejubilado se ha constituido al 31 de diciembre de 2011 un fondo interno por un importe de 608 miles de euros que coincide con el importe de las obligaciones devengadas a dicha fecha.

Las variables actuariales y otras hipótesis utilizadas en la valoración al 31 de diciembre de 2011, para el personal jubilado y prejubilado, son las siguientes:

	JUBILADOS	PREJUBILADOS
Tablas de supervivencia	GRMF-95	GRMF-95
Tasa nominal de actualización	3,5%	3,5%
Tasa nominal de crecimiento salarial	-	1,6%
Tasa anual de crecimiento de las pensiones	1,6%	-
Edad de jubilación	-	65

El importe de las dotaciones al fondo de pensiones interno del personal en activo del ejercicio 2011 se estableció en un 1,6% de revalorización respecto a las aportaciones del año 2010, y una tasa de interés del 1,5% en el año 2011 para los empleados que mantienen el fondo dentro del balance de situación (véase nota 9).

Respecto al personal en activo afecto al plan de pensiones de aportación definida, los empleados que lo soliciten pueden movilizar su fondo de pensiones a planes de inversión gestionados por el Banco fuera del balance de situación (véase nota 9). Al 31 de diciembre de 2011 los saldos gestionados fuera de balance ascendían a 1.318 miles de euros, mientras que los fondos internos estaban registrados en el epígrafe "Fondo de provisiones para riesgos y cargas", por importe de 4.659 miles de euros.

Otras provisiones

Este epígrafe de balance incluye el registro derivado de la valoración de todos los derivados de negociación, contratados en mercados no reglamentados, de los cuales el Banco es contrapartida (véase nota 3.i).

4. Vencimiento residual de activos y pasivos

El desglose por vencimientos de las inversiones crediticias brutas, de los saldos acreedores y de los saldos en bancos y entidades de crédito brutos al 31 de diciembre de 2011 y 2010 es el siguiente:

2011	VENCIDO	HASTA 1 MES	DE 1 A 3 MESES	DE 3 MESES A 1 AÑO	DE 1 AÑO A 5 AÑOS	MAS DE 5 AÑOS	SIN VENCIMIENTO	TOTAL
Bancos y entidades de crédito y otros intermediarios financieros	-	-	9.000	-	-	-	403.082	412.082
Préstamos y créditos a clientes	17.642	132.302	152.573	342.493	481.986	444.677	5.610	1.577.283
Descubiertos en cuentas de clientes	45.145	-	-	-	-	-	77.587	122.732
Cartera de efectos de clientes	-	4.743	1.316	720	5.036	-	-	11.815

2010	VENCIDO	HASTA 1 MES	DE 1 A 3 MESES	DE 3 MESES A 1 AÑO	DE 1 AÑO A 5 AÑOS	MAS DE 5 AÑOS	SIN VENCIMIENTO	TOTAL
Bancos y entidades de crédito y otros intermediarios financieros	-	21.440	9.000	-	-	-	393.009	423.449
Préstamos y créditos a clientes	30.321	106.232	32.052	335.105	547.855	461.004	-	1.512.569
Descubiertos en cuentas de clientes	47.679	-	-	-	-	-	63.319	110.998
Cartera de efectos de clientes	2	4.692	2.248	1.369	3.150	2.500	-	13.961

A continuación se desglosa la subpartida del capítulo obligaciones y otros títulos de renta fija del activo del balance de situación consolidado adjunto al 31 de diciembre de 2011 y 2010, en función de los vencimientos residuales:

2011	VENCIDO	HASTA 1 MES	DE 1 A 3 MESES	ENTRE 3 MESES Y 1 AÑO	DE 1 AÑO A 5 AÑOS	MAS DE 5 AÑOS	SIN VENCIMIENTO	TOTAL
Obligaciones y otros títulos de renta fija	20.971	10.937	115.759	158.711	260.053	355.851	-	922.282

2010	VENCIDO	HASTA 1 MES	DE 1 A 3 MESES	ENTRE 3 MESES Y 1 AÑO	DE 1 AÑO A 5 AÑOS	MAS DE 5 AÑOS	SIN VENCIMIENTO	TOTAL
Obligaciones y otros títulos de renta fija	20.006	8.227	53.941	42.854	334.555	405.193	-	864.776

Los vencimientos de los depósitos del INAF y de los saldos acreedores al 31 de diciembre de 2011 y 2010 son los siguientes:

2011	VENCIDO	HASTA 1 MES	DE 1 A 3 MESES	DE 3 MESES A 1 AÑO	DE 1 AÑO A 5 AÑOS	MAS DE 5 AÑOS	SIN VENCIMIENTO	TOTAL
INAF	-	72	-	811	-	-	151	1.034
Bancos, entidades de crédito y otros intermediarios financieros	-	2.492	14.251	46.746	-	51.738	42.426	157.653
Depósitos de clientes	-	436.231	222.094	475.873	111.753	4.905	1.352.511	2.603.367
Deudas representadas por títulos	-	-	-	-	8.815	-	-	8.815

2010	VENCIDO	HASTA 1 MES	DE 1 A 3 MESES	DE 3 MESES A 1 AÑO	DE 1 AÑO A 5 AÑOS	MAS DE 5 AÑOS	SIN VENCIMIENTO	TOTAL
INAF	-	18.151	-	601	-	-	240	18.992
Bancos, entidades de crédito y otros intermediarios financieros	-	23.076	2.849	103	-	161.918	7.451	195.397
Depósitos de clientes	-	236.610	284.847	446.888	270.497	1.538	1.254.504	2.494.884
Deudas representadas por títulos	-	-	-	-	23.000	-	-	23.000

El detalle por divisa de las inversiones crediticias brutas, de los saldos acreedores y la cartera de valores bruta, al 31 de diciembre de 2011 y 2010, es el siguiente:

2011	EUROS	RESTO DE DIVISAS	TOTAL
Bancos, entidades de crédito y otros intermediarios financieros	180.515	231.567	412.082
Préstamos y créditos	1.449.779	127.504	1.577.283
Descubiertos en cuentas de clientes	78.233	44.499	122.732
Cartera de efectos de clientes	11.774	41	11.815
Cartera de valores	877.078	76.159	953.237

2010	EUROS	RESTO DE DIVISAS	TOTAL
Bancos, entidades de crédito y otros intermediarios financieros	196.913	226.536	423.449
Préstamos y créditos	1.385.345	127.224	1.512.569
Descubiertos en cuentas de clientes	62.820	48.178	110.998
Cartera de efectos de clientes	13.960	1	13.961
Cartera de valores	876.192	81.467	957.659

Respecto a los depósitos del INAF y de los saldos acreedores de los balances de situación consolidados adjuntos, el detalle por divisa al 31 de diciembre de 2011 y 2010 es el siguiente:

2011	EUROS	RESTO DE DIVISAS	TOTAL
INAF	1.034	-	1.034
Bancos y entidades de créditos y otros intermediarios financieros	99.349	58.304	157.653
Depósitos de clientes	1.957.392	645.975	2.603.367
Deudas representadas por títulos	8.815	-	8.815

2010	EUROS	RESTO DE DIVISAS	TOTAL
INAF	18.992	-	18.992
Bancos y entidades de créditos y otros intermediarios financieros	171.110	24.287	195.397
Depósitos de clientes	1.973.565	521.319	2.494.884
Deudas representadas por títulos	23.000	-	23.000

El apartado "Deudas representadas por títulos" incluye las emisiones de títulos de renta fija realizadas por Andorra Capital Agrícola Reig, B.V. Se trata de dos emisiones realizadas durante el año 2010 con fecha vencimiento 2013 y tipo de interés flotante. Ambas emisiones están compuestas por títulos de renta fija estructurados.

5. Intermediarios financieros a la vista y bancos y entidades de crédito

El saldo de este epígrafe al 31 de diciembre de 2011 y 2010 se desglosa de la forma siguiente:

	2011	2010
Cuentas corrientes		
Bancos y entidades de crédito	403.082	393.009
Otros intermediarios financieros	-	-
	403.082	393.009
Depósitos a plazo		
Bancos y entidades de crédito	9.000	30.440
Otros intermediarios financieros	-	-
	412.082	423.449
Menos, fondos de provisión para insolvencias	(266)	(152)
	411.816	423.297

El movimiento del fondo de provisión para insolvencias durante el ejercicio 2011 se detalla a continuación:

	RIESGOS ESPECIFICOS	RIESGOS GENERICOS	TOTAL
Saldo a 31 de diciembre de 2010	-	152	152
Dotaciones	-	114	114
Aplicaciones	-	-	-
Recuperaciones	-	-	-
Saldo a 31 de diciembre de 2011	-	266	266

Al 31 de diciembre de 2011 en los epígrafes de intermediarios financieros a la vista y bancos y entidades de crédito no existen partidas vencidas ni dudosas.

6. Inversiones crediticias

El detalle de este capítulo de los balances de situación consolidados adjuntos al 31 de diciembre de 2011 y 2010, por situación del crédito y tipos de garantía, es el siguiente:

2011				
Situación del crédito	Normal	Vencido	Dudoso	Total
Préstamos y créditos a clientes	1.559.641	2.745	14.897	1.577.283
Descubiertos en cuentas de clientes	77.587	127	45.018	122.732
Cartera de efectos de clientes	11.815	-	-	11.815

2010				
Situación del crédito	Normal	Vencido	Dudoso	Total
Préstamos y créditos a clientes	1.482.248	14.650	15.671	1.512.569
Descubiertos en cuentas de clientes	63.319	708	46.971	110.998
Cartera de efectos de clientes	13.959	-	2	13.961

2011					
Tipos de garantía	Hipotecaria	Dineraria	Valores	Garantía personal y otros	Total
Préstamos y créditos a clientes	828.979	79.568	337.382	331.354	1.577.283
Descubiertos en cuentas de clientes	31.576	-	71.849	19.307	122.732
Cartera de efectos de clientes	-	-	-	11.815	11.815

2010					
Tipos de garantía	Hipotecaria	Dineraria	Valores	Garantía personal y otros	Total
Préstamos y créditos a clientes	837.605	26.471	285.386	363.107	1.512.569
Descubiertos en cuentas de clientes	30.408	-	51.481	29.109	110.998
Cartera de efectos de clientes	-	-	-	13.961	13.961

El capítulo de inversiones crediticias al 31 de diciembre de 2011 incluye los créditos en que se han iniciado acciones judiciales por un importe de 45.728 miles de euros.

El movimiento durante el ejercicio 2011 de la provisión para insolvencias ha sido el siguiente:

	RIESGOS ESPECIFICOS	RIESGOS GENERICOS	TOTAL
Saldo al 31 de diciembre de 2010	22.255	4.048	26.303
Dotación	8.175	438	8.613
Recuperaciones	-	(428)	(428)
Utilizaciones	(6.930)	(145)	(7.075)
Otros	281	-	281
Saldo al 31 de diciembre de 2011	23.781	3.913	27.694

La dotación del ejercicio 2011 incluye el efecto derivado de la actualización de las garantías hipotecarias citada en la nota 3.d, por importe de 1.994 miles de euros.

A continuación se detallan las inversiones crediticias con entidades del sector público al 31 de diciembre de 2011 y 2010, que corresponden en su totalidad a préstamos y créditos:

	2011	2010
Administraciones centrales	56.650	51.300
Administraciones locales	36.417	41.408
Entidades parapúblicas	9	2
	93.076	92.710

7. Cartera de valores

a. Obligaciones y otros títulos de renta fija

La composición de este capítulo al 31 de diciembre de 2011 y 2010 es la siguiente:

	2011	2010
Deuda pública del Principado de Andorra (véase nota 20)	55.506	55.506
Deuda pública de los países de la OCDE	365.457	352.049
Otras obligaciones y títulos negociables de renta fija (*)	501.319	457.221
	922.282	864.776

(*) Incluye 123.186 miles de euros correspondientes a títulos de renta fija no cotizados (76.156 miles de euros corresponden a notas estructuradas de tipos de interés y el resto a notas de crédito) adquiridos a los fondos de inversión monetarios gestionados por el Grupo (véase Nota 3e).

Al 31 de diciembre de 2011 el Grupo no tiene posiciones en títulos de deuda griega.

b. Participaciones en empresas del Grupo

El detalle de las participaciones en empresas del Grupo al 31 de diciembre de 2011 y 2010 es el siguiente:

2011	DOMICILIO	% PARTICIPACION DIRECTA	CAPITAL	RESULTADO DEL EJERCICIO	DIVIDENDO DEL EJERCICIO	TOTAL FONDOS PROPIOS	VALOR PATRIMONIAL NETO DE LA PARTICIPACION
Clau d'Or, S.L. (inmobiliaria)	Andorra	100%	30	-	-	30	30
Món Immobiliari, S.L.U. (inmobiliaria)	Andorra	100%	30	-	-	27	7
Participaciones en empresas grupo consolidadas por puesta en equivalencia (véase nota 2)						-	3.398
Otras participaciones						-	88
							3.523

2010	DOMICILIO	% PARTICIPACION DIRECTA	CAPITAL	RESULTADO DEL EJERCICIO	DIVIDENDO DEL EJERCICIO	TOTAL FONDOS PROPIOS	VALOR PATRIMONIAL NETO DE LA PARTICIPACION
Clau d'Or, S.L. (inmobiliaria)	Andorra	10%	30	(1)	-	29	29
Món Immobiliari, S.L.U. (inmobiliaria)	Andorra	100%	30	(4)	-	26	3
Participaciones en empresas grupo consolidadas por puesta en equivalencia (véase nota 2)						-	3.045
Otras participaciones						-	76
							3.153

El detalle de las participaciones en empresas del Grupo consolidadas por puesta en equivalencia al 31 de diciembre 2011 es el siguiente:

	% PARTICIPACION DIRECTA	CAPITAL	VALOR PATRIMONIAL NETO DE LA PARTICIPACION	TOTAL FONDOS PROPIOS	DIVIDENDOS EN 2011
Andorra Assegurances Agrícol Reig, S.A (aseguradora)	100%	2.404	3.398	3.398	145

c. Otras participaciones

El capítulo de otras participaciones recoge las inversiones en acciones de sociedades en las que no se posee mayoría del capital ni poder de decisión.

Las participaciones al 31 de diciembre de 2011 y 2010 son las siguientes:

2011							
DENOMINACION SOCIAL Y ACTIVIDAD	DOMICILIO	PARTICIPACION DIRECTA	CAPITAL SUSCRITO	TOTAL DE FONDOS PROPIOS	BENEFICIO DEL EJERCICIO	DIVIDENDOS DEL EJERCICIO	VALOR PATRI-MONIAL NETO DE LA PARTI-CIPACION
Túnel d'Envalira, S.A. (infraestructuras)	Andorra	10%	8.400	15.885	(706)	-	840
Semtee, S.A. (ocio y salud)*	Andorra	12%	31.591	46.694	2.012	-	3.929
Seguretat i Serveis, S.A. (seguridad)*	Andorra	1,08%	1.663	1.208	(198)	-	218
							4.987

*Datos de los estados financieros correspondientes al ejercicio 2010

2010							
DENOMINACION SOCIAL Y ACTIVIDAD	DOMICILIO	PARTICIPACION DIRECTA	CAPITAL SUSCRITO	TOTAL DE FONDOS PROPIOS	BENEFICIO DEL EJERCICIO	DIVIDENDOS DEL EJERCICIO	VALOR PATRI-MONIAL NETO DE LA PARTI-CIPACION
Túnel d'Envalira, S.A. (infraestructuras)	Andorra	10%	8.400	17.366	(627)	-	840
Semtee, S.A. (ocio y salud)*	Andorra	15%	25.242	38.328	2.169	-	3.929
Seguretat i Serveis, S.A. (seguridad)*	Andorra	1,08%	32	767	-	-	218
							4.987

*Datos de los estados financieros correspondientes al ejercicio 2009

d. Acciones y otros títulos de renta variable

Las acciones y otros títulos de renta variable recogen todas aquellas acciones y títulos, cotizados y no cotizados, asignados a la cartera de negociación, que representan participaciones en el capital de otras sociedades, en las que no existe una vinculación duradera ni están destinadas a contribuir a la actividad del Banco.

e. Organismos de inversión

El detalle de las participaciones en organismos de inversión brutas desglosadas en función de las entidades que las gestionan al 31 de diciembre de 2011 y 2010 es el siguiente:

	2011	2010
Gestionados por:		
Entidades vinculadas al Grupo	17.430	74.887
Entidades no vinculadas al Grupo	4.558	8.904
	21.988	83.791

Dentro de los fondos de inversión gestionados por el Grupo se incluyen al 31 de diciembre de 2011 los siguientes fondos de inversión: Alternative Investment Conservative, Alternative Investment Growth, Astra Andbank Bonds, Astra SIF Fondiposit y Alternative Investment Private Equity.

f. Valoración de la cartera

A continuación se detallan los títulos al 31 de diciembre de 2011 y 2010 clasificados en las categorías de valoración descritas en la nota 3 (e):

	2011	2010
Cartera de negociación	139.612	51.080
Renta fija	131.681	40.442
Renta variable	457	952
Organismos de inversión	7.474	9.686
Cartera de inversión a vencimiento	666.635	692.005
Participaciones permanentes	8.510	8.140
Cartera de inversión ordinaria:	138.480	206.434
Renta fija	123.966	135.040
Organismos de inversión	14.514	71.394
	953.237	957.659

El valor de mercado o valor razonable, al 31 de diciembre de 2011, de las carteras de inversión a vencimiento y ordinaria ascienden a 636.002 y 134.099 miles de euros, respectivamente (654.901 y 200.745 miles de euros al 31 de diciembre de 2010). Del valor de mercado de la cartera a vencimiento,

519.647 miles de euros corresponden a títulos cotizados y el resto, 116.355 miles de euros, corresponden a títulos valorados según modelo o no cotizados (véase nota 3.e.). Del valor razonable de la cartera ordinaria, 103.869 miles de euros corresponden a títulos cotizados y el resto, 30.230 miles de euros, corresponden a títulos valorados según modelo o no cotizados.

El 10% del valor de mercado de los títulos de la cartera de negociación ha sido calculado en base a modelos hechos por un experto independiente y el resto mediante precios de cotización.

g. Fondo de fluctuación de valores

A continuación se indica el movimiento del fondo de fluctuación de valores durante el ejercicio 2011:

Saldo al 31 de diciembre de 2010	5.832
Dotaciones	4.447
Regularizaciones	(556)
Saldo al 31 de diciembre de 2011	9.723

h. Fondo de provisión para insolvencias

Saldo al 31 de diciembre de 2010	2.983
Dotaciones netas al fondo	472
Saldo al 31 de diciembre de 2011	3.455

Al 31 de diciembre de 2011, el fondo de provisión para insolvencias corresponde exclusivamente a la provisión genérica correspondiente a la cartera de valores.

8. Activo inmovilizado

a. Activos inmateriales, gastos amortizables y activos materiales

El movimiento de los activos inmateriales y gastos amortizables durante el ejercicio 2011 y de sus correspondientes fondos de amortización es el siguiente:

	31/12/2010	ALTAS	BAJAS	TRASPASOS	31/12/2011
Coste:					
Activos multipropiedad	538	-	-	-	538
Aplicaciones informáticas	28.254	659	(23)	2.325	31.215
Otros	9.893	3.642	-	(2.325)	11.210
Total	38.685	4.301	(23)	-	42.963
Fondo de amortización:					
Activos multipropiedad	(108)	(11)	-	-	(119)
Aplicaciones informáticas	(22.810)	(978)	-	-	(23.788)
Otros	(3.578)	(2.425)	-	-	(6.003)
Total FONDO DE AMORTIZACIÓN:	(26.496)	(3.414)	-	-	(29.910)
Total NETO	12.189	887	(23)	-	13.053

AndPrivate Wealth, S.A. realizó la compra de la Sociedad gestora P&P Portfolio Planning con domicilio en Ginebra (Suiza), generándose una diferencia positiva de consolidación. Al fusionarse ambas sociedades, esta partida afluó un fondo de comercio dentro del balance del Grupo, que figura registrado dentro del apartado de Otros del inmovilizado inmaterial por importe de 498 miles de euros al 31 de diciembre de 2011 (962 miles de euros al 31 de diciembre 2010).

El movimiento de los activos materiales durante el ejercicio 2011, y de sus correspondientes fondos de amortización, es el siguiente:

COSTE:	31/12/2010	ALTAS	BAJAS	TRASPASOS	REVALORIZACIONES	31/12/2011
AFFECTOS A LA EXPLOTACION:						
Terrenos	46.632	-	-	-	-	46.632
Inmuebles	45.615	-	-	-	-	45.615
Mobiliario	5.292	85	-	27	-	5.404
Obras de arte	-	-	-	-	-	-
Instalaciones	28.298	470	-	1.932	-	30.700
Equipo de proceso de datos	21.146	620	-	13	-	21.779
Vehículos	1.329	45	-	-	-	1.374
Inmovilizado en curso	1.243	1.725	-	(1.972)	-	996
Subtotal	149.555	2.945	-	-	-	152.500
AJENO A LA EXPLOTACION:						
Inmuebles	18.155	14.833	(137)	-	-	32.851
Terrenos	10.641	-	-	-	-	10.641
Instalaciones	4.304	-	-	-	-	4.304
Equipos informáticos	92	-	-	-	-	92
Mobiliario	33	-	-	-	-	33
Vehículos	6	-	(3)	-	-	3
Subtotal	33.231	14.833	(140)	-	-	47.924
Total ACTIVOS MATERIALES:	182.786	17.778	(140)	-	-	200.424
Fondo de amortización:						
AFFECTOS A LA EXPLOTACION:						
Inmuebles	(10.932)	(1.970)	-	-	-	(12.902)
Mobiliario	(4.741)	(161)	-	-	-	(4.902)
Instalaciones	(20.179)	(1.625)	20	-	-	(21.784)
Equipo de proceso de datos	(18.993)	(1.022)	1	-	-	(20.014)
Vehículos	(293)	(80)	-	-	-	(373)
Subtotal	(55.138)	(4.858)	21	-	-	(59.975)
Fondos de amortización:						
AJENO A LA EXPLOTACION:						
Inmuebles	(3.989)	(271)	-	-	-	(4.260)
Instalaciones	(4.193)	(30)	-	-	-	(4.223)
Equipos informáticos	(92)	-	-	-	-	(92)
Mobiliario	(31)	(1)	-	-	-	(32)
Subtotal	(8.305)	(302)	-	-	-	(8.607)
Total FONDOS DE AMORTIZACION:	(63.443)	(5.160)	21	-	-	(68.582)
Fondos de provisión por la depreciación	(2.505)	(988)	174	-	-	(3.320)
Total ACTIVOS MATERIALES NETO	116.838	11.630	55	-	-	128.522

Durante el ejercicio 2011 no se han capitalizado intereses o diferencias de cambio correspondientes al activo inmovilizado. Las altas de inmuebles ajenos a la explotación corresponden a las adjudicaciones de activos realizadas durante el ejercicio.

Tomando como fecha el 30 de noviembre de 2008 y con la autorización expresa del INAF de fecha 9 de diciembre de 2008, el Banco procedió a la actualización del valor en libros de los inmuebles donde se encuentra su sede social y la red de oficinas (véanse notas 3g y 11). Bianualmente se comprueba, mediante una tasación hecha por un experto independiente, que el valor de mercado de los bienes mencionados se sitúa por encima de su valor en libros, procediendo a hacer las dotaciones necesarias en los casos donde no es así.

b. Diferencias positivas de consolidación

Saldo al 31 de diciembre de 2010	14.500
Adquisiciones	21.829
Amortizaciones	(2.768)
Diferencias de cambio	390
Saldo al 31 de diciembre de 2011	33.951

La adquisición de Quest Capital Advisers, S.A. el día 17 de diciembre de 2009 generó un fondo de comercio de consolidación de 13.556 miles de euros, de los cuales 7.482 que figuran en el apartado "Regularizaciones" fueron activados durante el ejercicio 2010 en reconocimiento de los pagos aplazados de la operación de adquisición, registrados estos últimos en el apartado "Otros pasivos" del balance de situación al 31 de diciembre de 2011. Por otra parte, la adquisición de Columbus de México, S.A. el día 11 de abril de 2008 generó un fondo de comercio de consolidación de 3.572 miles de euros. Los contratos de compraventa de ambas sociedades incluyen potenciales pagos aplazados en función de los futuros resultados de aquellas.

Asimismo, la adquisición de Andbanc (Mónaco), S.A.M. el día 30 de junio de 2011 y LLA Participações, Ltda. el 25 de octubre de 2011 generaron unos fondos de comercio de consolidación de 11.347 y 10.482 miles de euros, respectivamente (véanse Notas 2 y 3f).

9. Fondo de provisiones para riesgos y cargas

a. Provisiones para pensiones y obligaciones similares

El movimiento del fondo para pensiones y obligaciones similares durante el ejercicio 2011 ha sido el siguiente:

	JUBILACIONES	PREJUBILACIONES	FONDOS DE PENSIONES	TOTAL
Saldo al 31 de diciembre de 2010	835	786	4.201	5.822
Dotación del ejercicio con cargo a la cuenta de pérdidas y ganancias	40	33	558	631
Pagos efectuados a pensionistas y rescates del ejercicio	(76)	(379)	(399)	(854)
Otros movimientos	18	168	674	860
Saldo al 31 de diciembre de 2011	817	608	5.034	6.459

La dotación al fondo de pensiones está registrada dentro del epígrafe de otros gastos de personal en la cuenta de pérdidas y ganancias. Dicha dotación incluye, en el ejercicio 2011, 103 miles de euros (103 miles de euros en el ejercicio 2010) en concepto de carga financiera. La línea "Otros movimientos" incluye la incorporación del fondo de pensiones de Andbanc (Mónaco), S.A.M. que es de aportación definida.

Los pagos efectuados a pensionistas y prejubilados durante el ejercicio 2011 se han registrado contra el fondo de provisión.

La inversión de la cartera de valores asignada al fondo de jubilaciones y prejubilaciones al 31 de diciembre de 2011 corresponde a una parte de un título de renta fija de la cartera de vencimiento que se amortizará el 15 de julio de 2019.

El saldo del fondo asignado a pensiones, que corresponde al personal activo, está cubierto con depósitos cedidos en el mercado interbancario.

b. Otras provisiones

El movimiento de dichas provisiones tiene su origen, principalmente, en las dotaciones efectuadas en el ejercicio 2011 con el fin de cubrir la corrección valorativa de determinadas opciones emitidas.

El movimiento de otras provisiones durante el ejercicio 2011 ha sido el siguiente:

	31/12/10	RECUPERACIONES	DOTACIONES	UTILIZACIONES	31/12/11
Otras provisiones	2.136	(1.416)	6.736	(333)	7.123
Totales	2.136	(1.416)	6.736	(333)	7.123

10. Distribución de resultados

La propuesta de distribución del resultado del ejercicio 2011 del Banco que los Administradores presentarán a la Junta General para su aprobación es la siguiente:

A reserva legal	-
A reserva voluntaria	15.876
A dividendos	36.999
	52.875

11. Movimiento de los fondos propios y fondos para riesgos generales

El movimiento de los fondos propios del Grupo durante el ejercicio 2011 ha sido el siguiente:

	CAPITAL SOCIAL	RESERVA LEGAL	RESERVA EN GARANTIA	PRIMA DE EMISION	RESERVAS DE REVALORACION	RESERVAS VOLUNTARIAS	RESERVAS DE CONSOLIDACION	DIVIDENDOS	RESULTADO
Saldo al 31 de diciembre de 2010	78.061	15.612	17.856	69.999	63.242	121.150	8.792	--	40.778
Distribución de resultados del ejercicio 2010						14.570		27.031	(41.601)
Ajustes Consolidación							(387)		
Otros (Nota 3e)						8			
Actualización Rvas. Gtia.			3.763			(3.763)			-
Resultado del ejercicio 2011									54.246
Saldo al 31 de diciembre de 2011	78.061	15.612	21.619	69.999	63.242	131.965	8.405	--	54.246

a. Capital social

Al 31 de diciembre de 2011 el capital social del Banco está compuesto por 1.751.825 con un valor nominal de 44,56 euros. En dicha fecha no existen acciones con características especiales, ni restricción a la transmisión de las acciones.

b. Reserva legal y reservas voluntarias

De acuerdo con la legislación mercantil andorrana, los Bancos deben dotar un 10% del beneficio del ejercicio a la reserva legal hasta alcanzar un 20% del capital social. Dicha reserva legal al 31 de diciembre de 2011 está totalmente constituida.

El 70% de las reservas voluntarias y la prima de emisión del Banco al 31 de diciembre de 2011 son de libre disposición (véase Nota 3f).

c. Reservas en garantía

Dicho apartado incluye las reservas en garantía de depósitos y de otras obligaciones operacionales a mantener depositadas en el INAF por las entidades encuadradas en el sistema financiero.

Durante el ejercicio 2011, en cumplimiento de la "Llei 01/2011, de 2 de febrer, de creació d'un sistema de garantia de dipòsits per a les entitats bancàries", esta reserva se ha visto incrementada hasta 21.619 miles de euros.

d. Reservas de revaloración

El saldo del epígrafe "Reservas de revaloración" corresponde a la actualización en libros del valor de mercado de determinados inmuebles del Banco (véanse notas 3g y 8).

Las reservas de revaloración tienen carácter indisponible hasta que el activo surja efectivamente del Grupo y/o el INAF autorice su disposición.

e. Reservas de consolidación

Las reservas de consolidación corresponden a las siguientes sociedades:

	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
Grupo 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)
Otros	(560)	(204)
Total	8.405	8.792

El movimiento de las reservas de consolidación durante el ejercicio 2011 ha sido el siguiente:

	RESERVAS EN SOCIEDADES CONSOLIDADAS
Saldo al 31 de diciembre de 2010	8.792
Distribución del resultado de 2010 a reservas	(1.999)
Dividendo complementario 2009	(4.609)
Otros ajustes de consolidación	6.221
Saldo al 31 de diciembre de 2011	8.405

f. Resultados atribuidos al Grupo

El detalle de los resultados atribuidos al Grupo al 31 de diciembre de 2011 es el siguiente:

	2011	2010
Andorra Banc Agrícola Reig, S.A.	52.875	41.600
Sociedades consolidadas por integración global:	(2.309)	(2.062)
Andorra Gestió Agrícola Reig, S.A.	3.046	2.509
Andbanc Bahamas Limited	2.901	1.349
Grupo 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)
Ajustes de Consolidación Grupo 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 (Mónaco), S.A.M	(132)	-
Otros	(774)	(172)
Sociedades consolidadas por puesta en equivalencia	656	159
Andorra Assegurances Agrícola Reig, S.A.	656	159
Ajustes de consolidación	3.024	1.081
	54.246	40.778

g. Dividendo a cuenta

Este apartado no es de aplicación en los presentes estados financieros consolidados.

h. Fondo para riesgos generales

El movimiento del fondo para riesgos generales durante el ejercicio 2011 ha sido el siguiente:

Saldo al 31 de diciembre de 2010	800
Recuperaciones netas del fondo (nota13)	-
Otros	1.500
Saldo al 31 de diciembre de 2011	2.300

La filial de Mónaco incluía en el momento de su compra una provisión para riesgos generales de 1.500 miles de euros.

12. Saldos en euros y resto de divisas

La composición del activo y pasivo de los balances de situación en euros y de otras monedas es como sigue:

	2011		2010	
	Activo	Pasivo	Activo	Pasivo
Euros	2.861.571	2.650.122	2.683.958	2.663.446
Resto divisas	506.086	717.535	521.106	541.618
	3.367.657	3.367.657	3.205.064	3.205.064

13. Otras partidas del balance de situación y de la cuenta de pérdidas y ganancias

Adicionalmente, al 31 de diciembre 2011 encontramos estas otras partidas significativas:

a. Resultados extraordinarios

Recuperaciones activos muy dudosos	553
Pérdidas bajas inmovilizado	(42)
Retrocesiones intereses y comisiones año anterior	(1.187)
Gastos ejercicios anteriores	(1.380)
Cobro comisiones año anterior	238
Ingresos ejercicios anteriores	484
Otros	(380)
	(1.714)

b. Otros activos

Operaciones en curso	15.006
Existencias	13
Opciones adquiridas	4.446
Administraciones Públicas	12.695
Fianzas	8.723
Liquidaciones de títulos anticipadas a Clientes	15.261
Otros deudores varios	13.205
	69.349

El apartado "Operaciones en curso" incluye los saldos pendientes de liquidar con las contrapartidas de mercado.

El epígrafe "Administraciones Públicas" se corresponde con los pagos a cuenta del ISI realizados durante el ejercicio 2011.

La liquidación de los títulos que se había anticipado al 31 de diciembre de 2011 a los clientes del Banco ha sido efectiva durante las primeras semanas de 2012.

c. Otros pasivos

Operaciones en curso	17.768
Opciones emitidas	1.144
Administraciones Públicas	20.863
Títulos tomados	47.913
Pagos futuros operaciones corporativas	7.142
Otros acreedores varios	19.935
	114.765

El epígrafe "Administraciones Públicas" se corresponde con los importes pendientes de pago con las administraciones.

El importe de los títulos tomados por el Banco de su cartera custodiada y prestados en mercado se registran en los apartados "Otros pasivos – Títulos tomados" del pasivo del balance e "Inversiones crediticias – Préstamos y créditos a clientes" del activo del balance, respectivamente.

La corrección valorativa de las opciones emitidas se realiza, en su caso, en el apartado "Provisiones para riesgos y cargas" (véase nota 9.b).

14. Derivados financieros

Respecto a las operaciones de futuros y derivados financieros, a continuación se presenta el desglose de los valores nominales por tipos de productos derivados que mantiene el Grupo al 31 de diciembre de 2011, y se distingue entre operaciones de negociación y de cobertura y por mercado al que pertenecen:

2011	MERCADO	COBERTURA	NEGOCIACION	TOTAL
Compraventa no vencida de divisas	No reglamentado	1.701.447	-	1.701.447
Opciones	No reglamentado	180.833	56.544	237.377
Permutas financieras	No reglamentado	610.606	37.157	647.763
Otros acuerdos	No reglamentado	180.464	38.796	219.260
		2.673.350	132.497	2.805.847
2010	MERCADO	COBERTURA	NEGOCIACION	TOTAL
Compraventa no vencida de divisas	No reglamentado	1.140.140	-	1.140.140
Opciones	No reglamentado	176.126	25.388	201.514
Permutas financieras	No reglamentado	717.961	13.408	731.369
Otros acuerdos	No reglamentado	161.323	122.753	284.076
		2.195.550	161.549	2.357.099

Las operaciones de compraventa no vencidas de divisas son formalizadas en firme, con la finalidad principal de cubrir en mercado las operaciones de clientes y en importes menos relevantes para cubrir riesgos de divisa patrimonial. La posición global de la Entidad por divisas y plazos se controla y se cierra diariamente.

Las permutas financieras y opciones se contratan en firme con la finalidad de cubrir el riesgo de tipos de interés de operaciones con clientes. El banco controla regularmente el diferencial existente entre el nominal contratado y el importe de las operaciones a cubrir, considerándose este diferencial como permutas financieras de negociación.

Los otros acuerdos corresponden a operaciones en firme de cobertura a mercado de las operaciones formalizadas con clientes, y a operaciones de negociación que complementan las posiciones de la cartera de valores.

Los plazos de las operaciones de futuros y derivados financieros al 31 de diciembre de 2011 presentan el siguiente detalle:

	HASTA UN AÑO	DE 1 AÑO A 5 AÑOS	MAS DE 5 AÑOS	TOTAL
Compraventa no vencida de divisas	1.701.447	-	-	1.701.447
Opciones	55.860	5.101	176.416	237.377
Permutas financieras	276.493	197.714	173.556	647.763
Otros acuerdos	83.000	136.260	-	219.260
	2.116.800	339.075	349.972	2.805.847

15. Activos cedidos en garantía

El Banco no tiene al 31 de diciembre de 2011 activos cedidos en garantía de sus compromisos o de compromisos de terceros.

16. Operaciones con entidades y personas vinculadas

El detalle de las operaciones con entidades y personas vinculadas que sobrepasan el 10% de los fondos propios al 31 de diciembre de 2011 es el siguiente:

	ACCIONISTAS	SOCIEDADES PARTICIPADAS	MIEMBROS DEL CONSEJO DE ADMINISTRACION (NO ACCIONISTAS)	MIEMBROS DE LA DIRECCION GENERAL (NO ACCIONISTAS)	OTRAS PARTES VINCULADAS
Bancos y entidades de crédito					
Activo	-	-	-	-	-
Pasivo	-	-	-	-	-
Inversiones crediticias	92.914	-	-	-	-
Cuentas de orden	23.221	-	-	-	-
Depósitos de clientes	631	-	-	-	-

Las posiciones del Banco mantenidas con accionistas corresponden a 2 personas físicas. Ninguna de ellas es miembro del Consejo de Administración o miembro de la Dirección General.

Respecto a las sociedades participadas, a los miembros del Consejo de administración no accionistas, a los miembros de la Dirección General no accionistas y a otras partes vinculadas, no existen posiciones que representen más del 10% de los fondos propios al 31 de diciembre de 2011.

Respecto a los accionistas, a los miembros del Consejo de Administración no accionistas, a las sociedades participadas, a los miembros de la Dirección General no accionistas y a otras partes vinculadas, durante el ejercicio 2011 no ha habido transacciones que representen más del 5% del resultado del ejercicio 2011.

Todas las operaciones vinculadas han sido llevadas a cabo a precios de mercado.

17. Riesgos de mercado

Gestión del riesgo

La identificación, la medida, la gestión y el control del riesgo es un elemento clave en la gestión del Grupo ANDBANK. El marco de control de riesgo incluye un componente cualitativo, relativo a la definición de políticas y responsables, y un componente cuantitativo asociado al establecimiento de límites.

El posicionamiento del Grupo en términos de gestión del riesgo se basa en mantener una política prudente, donde la asunción de riesgos va estrechamente ligada al ejercicio de las actividades de negocio en banca comercial, banca privada y gestión de patrimonios.

El establecimiento de las políticas, la determinación de los límites y la supervisión global de riesgos es responsabilidad del Comité de Activos, Pasivos y Riesgos (COAP), quien tiene

delegada esta función por parte del Consejo de Administración. De esta forma, las políticas generales y los límites específicos definidos en el COAP se presentan ante el Consejo de Administración para su análisis y aprobación. Los límites de riesgo se revisan periódicamente para adaptarlos a la coyuntura económica y de los mercados y, en cualquier caso, se presentan anualmente al Consejo de Administración.

Para determinar los límites de riesgo otorgados a países o instituciones financieras, el Grupo se basa en variables relativamente estables, como pueden ser el rating o el Tier I, y variables de mercado, tales como el nivel al que cotiza el *Credit Default Swap* o el comportamiento relativo que ha tenido la acción de la entidad en cuestión en Bolsa. La continuidad en la crisis de la deuda soberana y el entorno de revisión a la baja de ratings de países y entidades financieras han llevado a que la revisión de límites haya sido frecuente.

Como responsable de la gestión del riesgo de tipo de interés, riesgo de tipo de cambio, riesgo país y de contrapartida, riesgo de liquidez y riesgo de mercado, el COAP se reúne como mínimo con periodicidad mensual. El COAP tiene delegada la supervisión de estos riesgos al departamento Middle Office, el cual reporta a sus miembros con periodicidad diaria y semanal, según corresponda, la información de gestión relativa a los riesgos supervisados. Adicionalmente, es responsabilidad del comité la gestión del balance y la gestión del capital, con el objetivo de mantener un alto nivel de solvencia.

La responsabilidad de garantizar que la actividad de gestión de patrimonios se desarrolle de acuerdo con el marco legal y reglamentario establecido, y evaluar los resultados se asigna al COAP de Gestión, que se reúne con periodicidad mensual. El comité delega el seguimiento de la gestión de patrimonios al Middle Office. Además del control de la sujeción al marco regulatorio, el Middle Office evalúa el desempeño con la política de inversión de los fondos y carteras y realiza un seguimiento periódico de las medidas de rentabilidad y las medidas de riesgo, tanto ex-ante como ex-post.

Riesgo de tipo de interés

El riesgo de tipo de interés se define como el impacto en el valor de mercado de los activos y pasivos del Grupo, como consecuencia de los movimientos en los tipos de interés. Las medidas que utiliza el Grupo para evaluar este impacto son la sensibilidad del margen financiero para un periodo de un año en desplazamientos paralelos de la curva de tipo de interés de 100 puntos básicos para las principales divisas del balance y la sensibilidad del valor de mercado de los recursos propios en desplazamientos paralelos de la curva de tipo de interés de 100 puntos básicos.

En la coyuntura de tipos de interés históricamente bajos en la que nos encontramos desde hace tres años, el Grupo ha mantenido una exposición positiva a desplazamientos de la curva de tipo de interés, es decir, el margen financiero del Grupo aumentaría ante un repunte de los tipos de interés y se vería reducido ante una disminución de éstos. Así, esta gestión se ha traducido en un gap de reprecitaciones de los activos y pasivos sensibles a los tipos de interés del balance positivo; es decir, a nivel global la reprecitación de los activos es anterior en el tiempo a la de los pasivos. En este posicionamiento ha contribuido la cesión de depósitos al interbancario a plazos muy cortos y la inversión en bonos a tipo fijo y bonos con rentabilidad ligada al Euribor 3/6 meses con vencimientos a corto y medio plazo, aunque una parte de la cartera se compone de bonos de vencimientos largos a tipo fijo sin cobertura para aumentar la duración del activo del balance.

El límite establecido como pérdida máxima como consecuencia de un desplazamiento paralelo de la curva de tipos de interés de 100 puntos básicos es del 5% de los recursos propios. Durante el año 2011 este límite no ha sido excedido.

Riesgo de mercado

El riesgo de mercado se entiende como la pérdida potencial a la que está expuesta la cartera de valores, como conse-

cuencia de cambios en las condiciones de mercado, tales como los precios de los activos, los tipos de interés, la volatilidad del mercado y la liquidez del mercado. Las medidas que utiliza el Grupo para gestionar el riesgo de mercado de la cartera propia son la metodología *value at risk* (VaR) y el *stress testing*, en línea con el estándar general del mercado.

El VaR se mide utilizando el método paramétrico. El cálculo obtenido corresponde a la pérdida máxima esperada en un horizonte temporal determinado y con un nivel de confianza definido. El Grupo calcula el VaR para un horizonte temporal de una semana y con un nivel de confianza del 99% y el periodo histórico considerado para el cálculo de la matriz de correlaciones y las volatilidades es de tres años. Durante el año 2011, el VaR medio calculado para la cartera de inversión ordinaria y la cartera de negociación ha sido de 0,67 millones de euros, con un máximo de 0,90 millones de euros y un mínimo de 0,44 millones de euros. La posición media de la cartera de inversión ordinaria y de negociación ha sido de 203 millones de euros. La posición neta media de la cartera de valores del Grupo (que incluye 155 millones de euros en derivados de cobertura) ha sido de 922 millones de euros, habiendo sido el VaR medio del 0,41% de la posición media invertida.

A lo largo del año 2011, ANDBANK ha avanzado notablemente en la implantación iniciada en el año anterior de una herramienta con alcance desde *front office* hasta *back office* que permite gestionar una amplia gama de activos financieros y sus riesgos asociados. El objetivo que se pretende alcanzar es una mejora en la identificación de los riesgos de mercado en sentido amplio de la cartera de inversión y una optimización de su gestión, que al mismo tiempo permitirá disminuir de forma sustancial el riesgo operativo.

Riesgo de crédito

El riesgo de crédito se refiere a la pérdida potencial derivada de que una contrapartida no cumpla con las obligaciones que tiene comprometidas con el Grupo.

El Grupo aplica una política prudente en la asignación de límites, autorizando exposición únicamente a países con alta calificación crediticia y dentro de éstos con las entidades financieras más solventes. La aprobación de los límites de riesgo por parte del Consejo de Administración es anual, aunque a medida que se han ido produciendo nuevos acontecimientos en la crisis de la deuda soberana y cambios de rating de las entidades financieras europeas se han revisado las líneas para reducir la exposición a los países afectados, con el objetivo de mantener un bajo nivel de riesgo.

La concesión de límites es estricta para aquellas posiciones con contrapartidas donde no exista un colateral como garantía. En tal caso, se requiere que la contrapartida tenga un rating de alta calidad crediticia en base a la valoración de las principales agencias (Moody's, Fitch y S&P) y que el mercado le asigne un riesgo de crédito relativo moderado, reflejado en el nivel al que cotiza el CDS a 5 años. La observación de la variable de mercado permite incorporar en el modelo con mayor inmediatez cualquier cambio en la calidad crediticia de la contrapartida.

Riesgo de liquidez

El riesgo de liquidez se define como el riesgo que una entidad no pueda hacer frente a sus compromisos de pago en un momento determinado, ya sean los derivados del vencimiento de depósitos, la disposición de líneas de crédito concedidas o los requerimientos de garantías en operaciones con colateral, entre otros.

El departamento Middle Office monitoriza la posición de liquidez diariamente, controlando que se mantenga por encima del mínimo de liquidez establecido por el COAP. Se ha definido un importe mínimo disponible en cash a día y un importe mínimo adicional en cash y posiciones altamente líquidas disponibles en una semana. Se controla diariamente también el seguimiento de las posiciones financiadas con repo y la ejecución con el ratio de liquidez establecido por el INAF, el organismo supervisor del sistema financiero andorrano.

Dicho ratio compara los activos líquidos y fácilmente movibles y los pasivos exigibles, y se fija en un mínimo del 40%. El Grupo ha mantenido un ratio de liquidez promedio durante el año 2011 del 71,01%, siendo a finales de año del 68,41%.

Desde principios del año 2009 se elabora mensualmente un plan de contingencia de la liquidez del Grupo, donde se evalúa cuál es la liquidez contingente en función de diferentes niveles de movilización de los activos líquidos y considerando cuál es el coste al que se obtendría esta liquidez. Otra medida de gestión de la liquidez a corto y medio plazo que utiliza el Grupo es el vencimiento residual de los activos y pasivos del balance del Grupo.

Los límites de exposición máxima de acuerdo con diferentes medidas, según el factor generador de riesgo, han sido durante el ejercicio 2011 los siguientes (en miles de euros):

LÍMITES	
RENTA FIJA – Posición adscrita a "trading"	15.000
CAMBIOS – Posición global plazo/contado	6.000
INTERÉS- Pérdida patrimonial por subida de un 1% en la curva de tipo de interés (*)	5%
RENTA VARIABLE- Posición adscrita a "trading"	6.000

(*) Límite sobre recursos propios

18. Cuentas de orden

a. Depósitos y otros títulos en custodia

Al 31 de diciembre de 2011, el detalle de este epígrafe de las cuentas de orden consolidadas adjuntas, de acuerdo con el tipo de valor, es el siguiente:

	2011	2010
Acciones y otros títulos de renta variable	969.220	1.118.078
Obligaciones y otros títulos de renta fija	3.584.503	3.985.965
Participaciones de organismos de inversión no gestionados por el Grupo	599.885	1.028.096
Otros	7.367	6.259
	5.160.975	6.138.398

Al 31 de diciembre de 2011, el epígrafe "Depósitos de valores y otros títulos en custodia" incluye 415.414 miles de euros en concepto de garantía de diversas operaciones de activo con garantía de valores (véase Nota 6) y riesgo de firma.

Al 31 de diciembre de 2011 el patrimonio de clientes individuales gestionado mediante mandato se encuentra registrado en el epígrafe "Depósitos de valores y otros títulos en custodia de terceros" de las cuentas de orden y cuentas acreedoras del pasivo del balance de situación consolidado adjunto. Los ingresos registrados en concepto de comisiones de gestión de patrimonio están incluidos en el epígrafe de comisiones por servicios prestados de la cuenta de pérdidas y ganancias consolidada adjunta.

b. Recursos gestionados de terceros

El detalle de los recursos gestionados de terceros, custodiados o no por el Grupo al 31 de diciembre de 2011 i 31 de diciembre de 2010, es como sigue:

	2011			2010		
	CUSTODIA- DOS/ DEPO- SITADOS POR LA ENTIDAD	CUSTODIA- DOS/ DEPO- SITADOS POR TERCEROS	TOTAL	CUSTODIA- DOS/ DEPO- SITADOS POR LA ENTIDAD	CUSTODIA- DOS/ DEPO- SITADOS POR TERCEROS	TOTAL
Organismos de inversión colectiva	835.192	-	835.192	882.844	-	882.844
Carteras de clientes individuales gestionadas mediante mandato	726.326	2.123.587	2.849.913	1.948.070	-	1.948.070
Otros clientes individuales	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. Otras cuentas de orden

El detalle de este epígrafe al 31 de diciembre de 2011 y 2010 es el siguiente:

	2011	2010
Activos muy dudosos	48.816	42.469
Otros	142.358	154.509
Fiducias	73.244	84.023
Otros	69.114	70.486
Deuda pública emitida por el M.I. Gobierno	55.506	55.506
Títulos propios no cotizados	8.510	8.140
Otros	5.098	6.840
	191.174	196.978

El apartado "Fiducias" incluye los títulos de renta variable no cotizados que la Entidad tiene por cuenta de terceros. Dichos títulos figuran por el valor de mercado más ajustado del que se disponga y, en ausencia de éste, por su valor nominal.

20. Cumplimiento de las normas legales

Lej de regulación del coeficiente de inversiones obligatorias.

El M.I. Consejo General del Principado de Andorra, en su sesión del 30 de junio de 1994, aprobó la "Llei de regulació del coeficient d'inversions obligatòries". El Reglamento que desarrolla esta ley concierne exclusivamente a las entidades bancarias, y les obliga a mantener en su activo un coeficiente de inversión en fondos públicos andorranos.

Con fecha 31 de diciembre de 2005 el Gobierno dictó un decreto de emisión de deuda pública de la que el Banco suscribió 55.766 miles de euros (véase nota 7) con vencimiento al 31 de diciembre de 2009 y remunerado al tipo de interés oficial del Banco Central Europeo a un año. El 31 de diciembre de 2009 esta deuda pública fue renovada por un

importe de 55.506 miles de euros y con vencimiento 31 de diciembre de 2013.

Asimismo, también resultaban homologables como fondos públicos los créditos concedidos por los Bancos dentro de un programa cualificado de interés nacional y social, destinado a la financiación privilegiada de la vivienda, aprobado por el M.I. Gobierno de Andorra el día 26 de abril de 1995. Los créditos concedidos por el Banco por este concepto suponen al 31 de diciembre de 2011 un importe de 266 miles de euros (365 miles de euros al 31 de diciembre de 2010) y se registran en el epígrafe de inversiones crediticias / préstamos y créditos a clientes del balance de situación consolidado adjunto. Estos créditos devengan un tipo de interés anual fijo del 6%.

El M.I. Consejo General del Principado de Andorra, en su sesión del 11 de mayo de 1995, aprobó 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". Dicha ley obliga a las entidades integradas en el sistema financiero andorrano a mantener entre sus recursos permanentes unas reservas mínimas de fondos propios en garantía de sus obligaciones operacionales de hasta el límite del 4% (siendo la parte exigida por el ejercicio 2011 del 1,25%) de las inversiones totales de las entidades, deducidas las realizadas con fondos propios y fondo de origen bancario. El depósito constituido por el Banco y sociedades dependientes por este concepto al 31 de diciembre de 2010 y 31 de diciembre de 2011 ascendía a 18.066 y 210 miles de euros, respectivamente. Este importe se encuentra registrado en el epígrafe INAF del activo del balance de situación consolidado adjunto. Según la Llei 1/2011, del 2 de febrer, de creació d'un sistema de garantia de dipòsits per les entitats bancàries, "las cantidades depositadas en el INAF en virtud de las disposiciones de la Ley de reservas en garantía de depósitos y otras obligaciones operacionales", fueron entregadas. En este sentido, como consecuencia del acuerdo tomado por la Comisión gestora del fondo de garantía en fecha 29 de agosto de 2011 en seguimiento de la Ley 1/2011, de 2 de febrero, la entidad ha procedido a constituir

una reserva de 21.619 miles de euros (véase Nota 11.c).

Con fecha de 3 de marzo de 2010, el Gobierno dictó un decreto de calificación de interés nacional y social bajo el programa adscrito a la financiación privilegiada de empresas y negocios de nueva creación, innovación, reconversión y proyectos emprendedores. Básicamente consiste en impulsar y dar apoyo a las nuevas ideas de aquellos espíritus que, en tiempos difíciles y entornos de cambio, ven oportunidades y retos que, sin estar exentos de riesgo, pueden aportar desarrollo económico al país mediante el otorgamiento de créditos, previa valoración y validación global de los proyectos presentados, por parte de una comisión mixta entre la Cámara de Comercio, Industria y Servicios de Andorra, Andorra Desenvolupament i Inversió, SAU, la Asociación de Bancos de Andorra (ABA) y el Gobierno de Andorra. Al 31 de diciembre el saldo pendiente de cobro asciende a 342 miles de euros y figuran dentro del balance en el apartado de préstamos y créditos a clientes.

Ley de regulación de los criterios de solvencia y de liquidez de las entidades financieras.

El M.I. Consejo General del Principado de Andorra, en su sesión de 29 de febrero de 1996, aprobó la "Llei de regulació dels criteris de solvència i liquiditat de les entitats financeres."

Dicha ley obliga a las entidades bancarias a mantener un ratio de solvencia, formulado a partir de las recomendaciones del Basel Committee on Banking Regulation and Supervisory Practices, como mínimo del 10%, determinado mediante un coeficiente que pone en relación a los recursos propios ajustados con los activos de riesgo ponderados, de acuerdo con el grado de riesgo de dichos activos. Asimismo obliga a mantener un ratio de liquidez como mínimo del 40%.

Los ratios de solvencia y de liquidez de los estados consolidados, determinados de acuerdo con esta ley, ascendían al 31 de diciembre de 2011 al 22,56% y 68,41% respectivamente,

(22,29% y 70,84% al 31 de diciembre de 2010).

La Ley de regulación de los criterios de solvencia y de liquidez de las entidades financieras limita, adicionalmente, la concentración de riesgos a favor de un mismo beneficiario al 20% de los fondos propios de la entidad bancaria. Por otra parte, la citada ley establece que la acumulación de riesgos que individualmente superen el 5% de los fondos propios no puede sobrepasar el límite del 400% de los citados fondos propios. Asimismo el riesgo mantenido con miembros del Consejo de administración no puede superar el 15% de los fondos propios. Los citados riesgos son ponderados según lo establecido en la citada ley.

En el presente ejercicio el Grupo ha cumplido con los requerimientos contenidos en esta Ley. La concentración de riesgo máxima alcanzada a favor de un mismo beneficiario ha sido del 15,33% de los fondos propios (15,20% en el ejercicio 2010). Los créditos, u otras operaciones que impliquen riesgo a favor de un mismo beneficiario, que exceda el 5% de los fondos propios, no han sobrepasado una acumulación de riesgos agregadamente del 114,07% (108,66% para el ejercicio 2010).

Ley de cooperación penal internacional y de lucha contra el blanqueo de dinero o valores producto de la delincuencia internacional.

En su sesión del 29 de diciembre de 2000, el M.I Consejo General aprobó la "Llei de cooperació penal internacional i de lluita contra el blanqueig de diners o valors producte de la delinqüència internacional."

De acuerdo con lo dispuesto en la ley, el Grupo ha establecido los procedimientos adecuados y suficientes de control y comunicación interna, a fin de proteger el secreto bancario y de prevenir e impedir operaciones relacionadas con el blanqueo de capitales procedentes de actividades delictivas. En este sentido se han llevado a cabo programas específicos de formación del personal.

Ley de de régimen jurídico de las entidades bancarias y de régimen administrativo básico de las entidades operativas del sistema financiero.

En su sesión del 13 de mayo de 2010, el M.I. Consejo General aprobó la “Llei 14/2010 de règim jurídic de les entitats bancàries i de règim administratiu bàsic de les entitats operatives del sistema financer.”

La finalidad de dicha ley es mantener un sistema financiero estructural y funcionalmente sólido, y deroga la Ley vigente de regulación del régimen administrativo básico de las entidades bancarias, del 30 de junio de 1998, con el objeto de modificar el régimen jurídico de las entidades bancarias para evitar agravios comparativos con el propio de otras entidades del sistema financiero, y también para establecer el régimen administrativo básico de las distintas entidades operativas que forman el sistema financiero andorrano.

Dicha Ley recoge los principios establecidos en la directiva comunitaria 2004/39/CEE, del Parlamento Europeo y del Consejo, del 21 de abril de 2004, conocida como MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*), relativos a las normas éticas y de conducta que deben cumplir las entidades financieras de inversión.

Ley del Impuesto Indirecto sobre la prestación de servicios bancarios y servicios financieros.

El M.I. Consejo General del Principado de Andorra, en la sesión del 14 de mayo de 2002, aprobó la “Llei de l’Impost Indirecte sobre la prestació de serveis bancaris i serveis financers.” Dicho impuesto tiene por objetivo gravar los servicios que las entidades del sector financiero presten a sus clientes.

La cuota de liquidación del impuesto se calcula según el sistema de determinación objetiva, de acuerdo con lo previsto en la Ley del impuesto indirecto sobre la prestación de servicios bancarios y de servicios financieros, y con las declaraciones presentadas por los obligados tributarios.

El importe registrado al 31 de diciembre de 2011 por el impuesto indirecto sobre la prestación de servicios bancarios y financieros ha sido de 14.694 miles de euros (12.752 miles de euros en 2010). Dicho concepto ha sido registrado en la cuenta de tributos dentro de gastos generales en la cuenta de pérdidas y ganancias.

Ley de aplicación del acuerdo entre el Principado de Andorra y la Comunidad Europea en materia de fiscalidad de los rendimientos del ahorro en forma de pago de intereses.

El Consejo General del Principado de Andorra, en su sesión del 21 de febrero del 2005, ratificó el Acuerdo entre el Principado de Andorra y la Comunidad Europea relativo al establecimiento de medidas equivalentes a las previstas en la Directiva 2003/48/CE del Consejo en materia de fiscalidad de los rendimientos del ahorro en forma de pago de intereses. Asimismo, en su sesión de 13 de junio del 2005, aprobó la Ley de aplicación del citado Acuerdo.

En el presente ejercicio, el Banco, en calidad de agente pagador, ha cumplido con las obligaciones contenidas en el Acuerdo y en su Ley de aplicación, y ha liquidado el importe de la retención siguiendo lo establecido en la legislación citada.

21. Actuaciones en materia de obra social o similar

El Grupo no tiene contraídas obligaciones legales ni estatutarias en materia de obra social. No obstante, el Grupo siempre se ha caracterizado por un fuerte compromiso social y una decidida vocación de trabajo en favor del interés general, facilitando el progreso económico y social del país.

22. Hechos posteriores

Con posterioridad al cierre del ejercicio 2011 no se ha producido ningún hecho significativo con impacto en las cuentas anuales del ejercicio 2011.

23. Explicación añadida para la traducción al español

Estas cuentas anuales se presentan de conformidad con el marco normativo de información financiera aplicable a la Sociedad (véase Nota 2). Determinados criterios contables aplicados por la Sociedad y que se ajustan a dicho marco normativo podrían diferir de otros criterios y principios contables generalmente aceptados.

6. Gestión del Riesgo

La gestión y el control del riesgo son dos aspectos fundamentales en la gestión del Grupo ANDBANK. Los principales riesgos a los que se expone el Grupo en el desarrollo de su actividad son los siguientes:

- Riesgo de tipos de interés
- Riesgo de tipos de cambio
- Riesgo de mercado
- Riesgo de crédito
- Riesgo de liquidez
- Riesgo operacional
- Riesgo reputacional

El marco de control de riesgo lo conforman un componente cualitativo, asociado a la definición de políticas y responsables, y un componente cuantitativo, basado en el establecimiento de límites. El posicionamiento del Grupo en términos de gestión del riesgo se fundamenta en mantener una política prudente, en la que la asunción de riesgos va ligada al ejercicio de las actividades de negocio en banca comercial, banca privada y gestión de patrimonios. Los principios en que se basan la gestión y el control de los riesgos del Grupo son los indicados a continuación:

- Definición clara de responsabilidades de las unidades implicadas en el control del riesgo.
- Dotación de los recursos humanos y técnicos adecuados para una ejecución efectiva de las funciones.
- Sistemas de control interno adecuados
- Transparencia en la información relativa a los riesgos asumidos.

La definición de las políticas, la especificación de los límites y la supervisión de los riesgos son responsabilidad del Comité de Activos, Pasivos y Riesgos (COAP), que tiene delegada esta función por parte del Consejo de Administración. Por tanto, las políticas y los límites definidos en el COAP se presentan al Consejo de Administración para su ratificación. Por otro lado, los límites de riesgo se revisan periódicamente para adaptarlos a la coyuntura económica y de los mercados y, en cualquier caso, se presentan anualmente al Consejo de Administración para su aprobación.

En lo que se refiere al Grupo, para determinar los límites de riesgos asignados a países, se aplican factores relativamente estáticos, como son la pertenencia a organismos internacionales (UE, OCDE) o el rating, y factores dinámicos (variables de mercado), como es el nivel al que cotiza el *credit default swap* del país. Estos límites se han revisado en varias ocasiones durante el año 2011, con el objetivo de incorporar los cambios en la calidad crediticia de determinados países, especialmente los europeos.

En cuanto a los límites de riesgos asignados a instituciones financieras, se consideran factores como el rating y el capital *Tier I*, así como indicadores de mercado, concretamente el nivel al que cotiza el *credit default swap* o el comportamiento relativo que ha tenido la acción en bolsa. Durante el año, se han incorporado en el análisis los resultados de las pruebas de resistencia o *stress tests* de las entidades financieras europeas llevadas a cabo por el CEBS.

Como responsable de la gestión del riesgo de tipos de interés, riesgo de tipos de cambio, riesgo de país y de contrapartida, riesgo de liquidez y riesgo de mercado, el COAP se reúne como mínimo con periodicidad mensual, aunque a raíz de la inestabilidad generada por la situación de la deuda de los países europeos y la necesidad de disponer de una mayor flexibilidad para la toma de decisiones se han hecho actuaciones a partir de reuniones puntuales no planificadas. Adicionalmente, es responsabilidad del comité la gestión del balance y la

gestión del capital, con el objetivo de mantener un alto nivel de solvencia. El COAP tiene delegada la supervisión de estos riesgos en el departamento Middle Office.

La responsabilidad de garantizar que la actividad de gestión de patrimonios se desarrolla de acuerdo con el marco legal y reglamentario establecido y evaluar los resultados se asigna al Comité de Seguimiento de Gestión, que se reúne con periodicidad mensual. El comité delega el seguimiento de la gestión de patrimonios al Middle Office. Además del control de la sujeción de los organismos y modelos de inversión en el marco regulatorio, el Middle Office evalúa el desempeño de la política de inversión establecida y realiza un seguimiento periódico de las medidas de rentabilidad y las medidas de riesgo, tanto preampliación como postampliación.

Retos del 2011

El año 2011 ha estado marcado por la continuidad de la crisis de la deuda soberana europea, que ha sido un factor generador de volatilidad en los mercados financieros internacionales. Los países con niveles de endeudamiento y/o de déficit más elevados han sido el punto de mira de los mercados financieros y del núcleo duro de los miembros de la zona euro para reducir su déficit. En este sentido, tanto Grecia como Portugal han tenido que aprobar severas medidas de austeridad y acudir a los paquetes de rescate que les han concedido los miembros de la zona euro y el Fondo Monetario Internacional (FMI).

Las medidas de austeridad no han sido aplicadas sólo por los países que han recibido las ayudas internacionales, sino que Italia y España también han tenido que aprobar estrictas medidas de austeridad para dar confianza a los mercados y a sus socios de la zona euro ante la imposibilidad de controlar el déficit. A lo largo del año, las primas de riesgo de estos dos países han sido muy altas, alcanzando niveles máximos históricos, y el Banco Central Europeo (BCE) ha tenido que intervenir en varias ocasiones para comprar deuda pública de estos países.

Paralelamente a la crisis de la deuda, en el último trimestre se ha producido la dimisión del primer ministro griego y del italiano, así como un cambio de gobierno en España, acompañados también de numerosos empeoramientos del rating de entidades financieras y de la aplicación de una perspectiva negativa en el rating de numerosos estados europeos, que se ha consolidado a principios de este año en el desplome del rating de nueve estados europeos, entre ellos Francia y Austria, que han perdido el nivel AAA.

Todos estos acontecimientos, especialmente el deterioro de la calidad crediticia de los países europeos y de sus entidades financieras, han impactado en la gestión de riesgos del Grupo ANDBANK. Principalmente, el Grupo ha reducido las líneas de exposición para aquellos países cuya calidad crediticia se ha deteriorado y ha tenido que ajustar los modelos de riesgo para adaptarlos a un entorno de primas de riesgo particularmente elevadas. En cuanto al riesgo de contrapartida, como en el año anterior, se han analizado los resultados de la segunda ronda de los *stress tests* de los principales bancos europeos y se han incorporado estos resultados en el modelo de asignación de límites, concediendo límites sólo a las contrapartidas más solventes. Esta gestión dinámica del riesgo de contrapartida, un enfoque conservador y una supervisión constante han permitido mantener un nivel de riesgo limitado de acuerdo con la política de riesgos del Grupo.

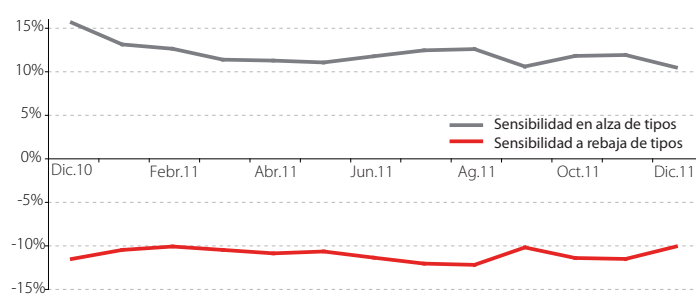
El objetivo del Grupo, en términos de gestión del riesgo para el año 2012, es el de seguir de cerca la evolución de la crisis de la deuda soberana europea y las medidas de recapitalización de las entidades que forman parte de su sistema financiero, así como mantener la flexibilidad para hacer frente a los desarrollos que surjan en los mercados y que nos deben permitir implementar en tiempo y forma las medidas adecuadas para delimitar los riesgos que tengamos que afrontar.

Riesgo de tipos de interés

El riesgo de tipos de interés se define como el impacto en el valor de mercado de los activos y pasivos del Grupo como consecuencia de los movimientos en los tipos de interés. Las medidas que utiliza el Grupo para evaluar este impacto son: la sensibilidad del margen financiero para un periodo de un año en desplazamientos paralelos de la curva de tipos de interés de 100 puntos básicos para las principales divisas del balance, y la sensibilidad del valor de mercado de los recursos propios en desplazamientos paralelos de la curva de tipos de interés de 100 puntos básicos.

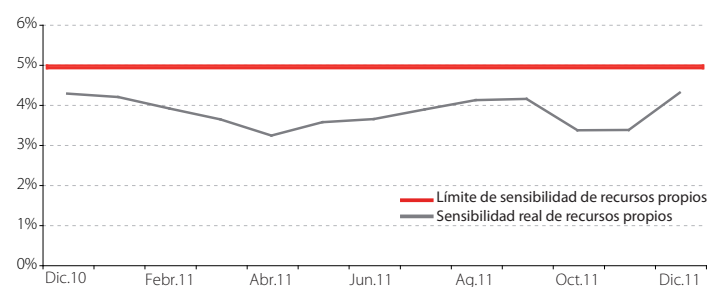
En la coyuntura de tipos de interés históricamente bajos con los que hemos convivido durante los últimos años, el Grupo, tal y como ya implementó en los años anteriores, mantiene una exposición positiva en desplazamientos de la curva de tipos de interés, es decir, el margen financiero del Grupo aumentaría en caso de un repunte de los tipos de interés y, a la inversa, se vería reducido en caso de una disminución. Esta gestión se ha traducido en un *gap* de reevaluaciones de los activos y pasivos sensibles a los tipos de interés del balance positivo, lo que significa que a escala global, la reevaluación de los activos es anterior en el tiempo a la de los pasivos. Este posicionamiento se traduce en la cesión de depósitos en el interbancario a plazos muy cortos y la tenencia de una cartera de inversión de renta fija principalmente en bonos a tipo fijo y en bonos con la rentabilidad ligada al Euribor a 3 o 6 meses con vencimientos a corto y medio plazo, aunque una parte de la cartera está compuesta por bonos de vencimientos largos a tipo fijo que permiten generar un margen adicional aumentando la duración del activo del balance. Durante el año 2011 se han contratado *interest rate swaps* a corto plazo por nominales moderados que han permitido capturar un margen adicional respecto a los tipos de interés a día, así como *interest rate swaps* a largo plazo para cubrir el riesgo de duración de una parte de la cartera de deuda a largo plazo.

Sensibilidad del margen financiero a un año



El límite de sensibilidad de los recursos propios como consecuencia de un desplazamiento paralelo de la curva de tipos de interés de 100 puntos básicos fue aprobado por el Consejo de Administración a un nivel del 5%. Durante todo el año 2011, la sensibilidad de los recursos propios ha sido positiva, y como consecuencia de la estrategia de tipos de interés adoptada y del posicionamiento del balance, pero siempre se ha mantenido por debajo de este límite.

Sensibilidad de los recursos propios



Riesgo de tipos de cambio

El Grupo entiende el riesgo de tipos de cambio como el impacto en el valor de mercado de los activos y pasivos del Grupo denominados en divisas distintas al euro como consecuencia de los movimientos en los tipos de cambio. A diario se hace un seguimiento de las operaciones de cambio al contado y a plazo para que la posición abierta de divisa sea mínima. A finales de año, la posición abierta global era de 1,87 millones de euros, cuando el límite global de posición neta abierta en divisas es de 6 millones de euros. A lo largo del año 2011, la posición neta corta máxima ha sido de -1,05 millones de euros y la posición neta larga máxima ha sido de 1,87 millones de euros.

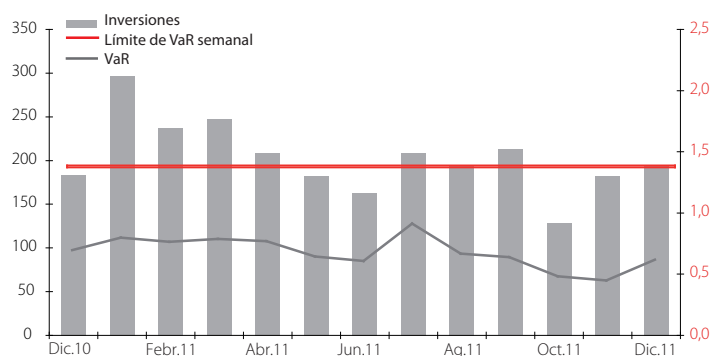
Riesgo de mercado

El riesgo de mercado se entiende como la pérdida potencial a la que está expuesta la cartera de valores como consecuencia de cambios en las condiciones de mercado, tales como los precios de los activos, los tipos de interés, la volatilidad y la liquidez del mercado. La medida que utiliza el Grupo para gestionar el riesgo de mercado de la cartera propia es la metodología *value at risk* (VaR) como estándar general del mercado.

El método de cálculo del VaR utilizado es el método paramétrico. El cálculo obtenido corresponde a la pérdida máxima esperada en un horizonte temporal determinado y con un grado de confianza definido. El Grupo calcula el VaR para un horizonte temporal de una semana y con un nivel de confianza del 99%, mientras que el periodo histórico considerado para el cálculo de la matriz de correlaciones y las volatilidades es de tres años. El Consejo de Administración tiene aprobado un límite de VaR anual de 10 millones de euros para la cartera de inversión ordinaria y de negociación, que equivale a un límite de VaR en una semana de 1,4 millones de euros. Durante el año 2011, no se ha superado este límite de VaR en ningún momento. Así, el VaR medio calcu-

lado para la cartera de inversión ordinaria y la cartera de negociación ha sido de 0,67 millones de euros, con un máximo de 0,90 millones de euros y un mínimo de 0,44 millones de euros, mientras que la posición media de la cartera de inversión ordinaria y de negociación ha sido de 203 millones de euros. Globalmente, la posición neta media de la cartera de valores del Grupo (que incluye 155 millones de euros en derivados de cobertura) ha sido de 922 millones de euros, y el VaR medio ha sido del 0,41% de la posición media invertida.

VaR cartera de inversión ordinaria y de negociación



A lo largo del año 2011, ANDBANK ha avanzado notablemente en la implantación iniciada el año anterior de una herramienta con alcance desde *front office* hasta *back office* que permite gestionar una amplia gama de activos financieros y sus riesgos asociados. El objetivo que se pretende alcanzar es una mejora en la identificación de los riesgos de mercado en sentido amplio de la cartera de inversión y una optimización de su gestión, que a la vez permitirá disminuir de forma sustancial el riesgo operativo. Durante el 2012 se prevé que finalice la implementación de las funcionalidades más importantes de la herramienta en el banco en Andorra y que se inicie el proyecto de implantación de la herramienta en las filiales bancarias internacionales.

Riesgo de crédito

El riesgo de crédito hace referencia a la pérdida potencial proveniente del hecho de que una contrapartida no cumpla las obligaciones que tiene comprometidas con el Grupo. La exposición que tiene el Grupo al riesgo de crédito comprende:

- El riesgo de incumplimiento derivado de la operativa habitual de tesorería, que incluye básicamente préstamos en el mercado interbancario, préstamo y endeudamiento con valores, operaciones *repo* y transacciones con derivados OTC.
- El riesgo de incumplimiento de los emisores de bonos en cartera propia.

El Grupo aplica una política prudente en la asignación de límites y autoriza la exposición a aquellos países con una alta calificación crediticia y, dentro de estos países, a las entidades financieras más solventes. La aprobación de los límites de riesgo por parte del Consejo de Administración es anual, aunque a medida que se han producido nuevos acontecimientos en la crisis de la deuda soberana se han revisado las líneas para reducir la exposición a los países afectados, y así se ha mantenido un bajo nivel de riesgo.

La concesión de límites es más estricta para aquellas posiciones con contrapartidas en las que no hay un colateral como garantía. En estos casos, se requiere que la contrapartida tenga un rating de alta calidad crediticia de acuerdo con la evaluación de las principales agencias (Moody's, Fitch y S&P) y que el mercado le asigne un riesgo de crédito moderado en términos relativos, que se refleja en el nivel al que cotiza el CDS a 5 años respecto a un índice. La observación de la variable de mercado permite incorporar en el modelo cualquier cambio en la calidad crediticia de la contrapartida con mayor inmediatez.

Con el fin de reducir la exposición al riesgo, el Grupo utiliza valores como colateral en varias operativas, básicamente transacciones con derivados OTC, operativa *repo* y préstamo

y endeudamiento de valores. Para esas contrapartidas con las que se ha firmado un contrato máster ISDA con aceptación de *netting*, se efectúa una compensación de la exposición en derivados entre ambas contrapartidas. ANDBANK firmó en 2011 nuevos contratos ISDA, CSA y GMRA con varias contrapartidas, que permiten incrementar el número de contrapartidas para efectuar transacciones con derivados y, al mismo tiempo, limitar la exposición al riesgo de la contrapartida. Durante el año, también se comenzó a realizar una gestión de colaterales muy activa, que comprende una monitorización diaria de las exposiciones sujetas a los contratos mencionados y la emisión de peticiones de colateral adicional a aquellas contrapartidas para las que la exposición al riesgo así lo permita.

La cartera de renta fija del Grupo se ha visto afectada por los continuos descensos de rating de algunos emisores soberanos europeos y de la mayoría de las entidades financieras europeas, pese a que el impacto en la valoración ha sido mitigado por el efecto de que los diferenciales de crédito de esos emisores ya estaban reflejando un mayor riesgo de crédito y una buena parte de la cartera tiene un vencimiento relativamente corto. Así, la cartera de renta fija se compone de emisiones en las que el Grupo mantiene una exposición directa al riesgo del emisor y/o garante y que, excepto en un caso, tienen rating de grado de inversión, así como también por bonos de cobertura de depósitos estructurados de clientes que el Grupo mantiene en el balance pero para los que ha transferido el riesgo a sus clientes. La clasificación de la cartera de renta fija según el rating del emisor es la siguiente (en miles de euros):

	Cartera de renta fija		
Rating	Con exposición al riesgo del emisor y/o garante	Con transferencia del riesgo a los clientes	Total
AAA	140.819	5.081	145.900
AA+ hasta AA-	296.966	5.761	302.727
A+ hasta A-	365.659	18.034	383.693
BBB+ hasta BBB-	83.164	590	83.754
Grado de inversión	886.608	29.465	916.073
BB+	3.350	-	3.350
B+	-	2.858	2.858
Grado especulativo	3.350	2.858	6.208
Total	889.958	32.324	922.282

Respecto a la exposición al riesgo de crédito por operativa con clientes, la inversión crediticia del Grupo se sitúa en 1.684 millones de euros, principalmente en pólizas de crédito y préstamos, y destacan las operaciones con garantía hipotecaria (861 millones de euros) y garantía pignoratícia (489 millones de euros).

Los principales elementos en la gestión del riesgo de crédito son las políticas de concesión y facultades, la monitorización de la evolución de la exposición y el establecimiento de comités periódicos de riesgo irregular y comisión delegada. Las concentraciones en riesgo de crédito se revisan con periodicidad semanal, con un seguimiento que esté dentro de los parámetros marcados por el supervisor y con el establecimiento de niveles de endeudamiento máximo en determinados colectivos. La responsabilidad de la gestión y control del riesgo de crédito con clientes corresponde al departamento de Riesgo de Crédito.

Paralelamente, se lleva a cabo un control de los niveles de morosidad por producto para ajustar las políticas de concesión y las facultades. Las decisiones de concesión se determinan a nivel de operación. El seguimiento de la evolución del riesgo se hace a partir del análisis de variables cualitativas y cuantitativas, adaptadas a los requerimientos del supervisor.

El ratio de morosidad del Grupo es del 3,60%, situándose por debajo de la media de las instituciones financieras de los países vecinos. Durante 2011, el Grupo ha mantenido una política de dotaciones conservadora y ha incrementado el fondo de provisión para insolvencias en 1,4 millones de euros. Además, durante el año se ha procedido a la regularización de saldos antiguos y que se encontraban totalmente dotados por un importe de 6,9 millones de euros.

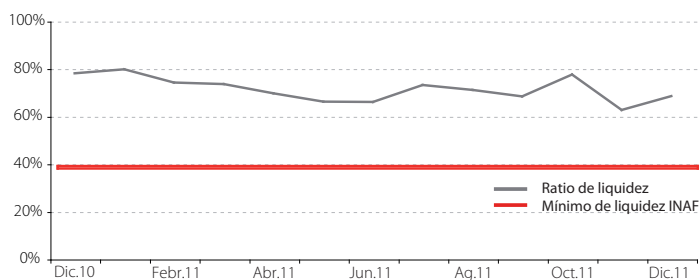
Riesgo de liquidez

El riesgo de liquidez se define como el riesgo de que el Grupo no pueda hacer frente a sus compromisos de pago en un momento determinado, ya sean los ocasionados por el vencimiento de depósitos, la disposición de líneas de crédito concedidas o los requerimientos de garantías en operaciones con colateral, entre otros. La mayor parte de la financiación proviene de los depósitos de clientes, y es una fuente adicional de financiación el mercado interbancario, principalmente mediante *repo*. En los últimos años, el aumento de recursos propios, procedente de una ampliación de capital y de la retención de beneficios, también ha sido una fuente de fondos destacable.

Una de las medidas de gestión de la liquidez a corto y medio plazo es el vencimiento residual de los activos y pasivos del balance del Grupo. El departamento Middle Office monitoriza la posición de liquidez a diario y verifica que se mantenga por encima del mínimo de liquidez establecido por el COAP. Ese mínimo se sitúa en los 100 millones de euros de *cash* a un día y 100 millones de euros adicionales entre *cash* y posiciones altamente líquidas a una semana. Este control incluye el seguimiento diario de las posiciones financiadas con *repo*.

A diario se verifica también el desempeño del ratio de liquidez establecido por el INAF, el organismo supervisor del sistema financiero andorrano. Este ratio compara los activos líquidos y fácilmente movilizables con los pasivos exigibles y se fija en un mínimo del 40%, es decir, se exige que como mínimo la entidad disponga de un 40% de liquidez o activos fácilmente convertibles en liquidez para hacer frente a la totalidad de la financiación recibida con disponibilidad inmediata o a corto plazo. El ratio de liquidez media del Grupo durante el año 2011 ha sido del 71,35% situándose en el 68,41% a finales de año.

Ratio de liquidez



Desde hace tres años se elabora mensualmente un plan de contingencia de la liquidez del Grupo, en el que se evalúa cuál es la liquidez contingente en función de distintos niveles de movilización de los activos líquidos y teniendo en cuenta el coste al que se obtendría esta liquidez. El primer nivel incluye los volúmenes prestados en el interbancario que vencen en el plazo de una semana, los bonos financieros con vencimiento a corto plazo y los volúmenes no dispuestos de líneas de financiación de interbancario. El segundo nivel incluye las emisiones de deuda más líquidas, es decir, la deuda emitida o garantizada por estados, que se puede financiar con *repo*, y la deuda emitida por entidades financieras con colateral, principalmente cédulas hipotecarias. El tercer nivel incluye el resto de deuda líquida, entre el que se encuentran la deuda financiera y corporativa sénior, titulizaciones hipotecarias y productos estructurados no complejos. La liquidez que se podría generar se evalúa respecto a la salida neta de fondo máxima que el Grupo ha sufrido en una semana, aplicando un factor de estrés.

Riesgo operacional

Se entiende como riesgo operacional el riesgo de pérdidas derivadas de la insuficiencia o los errores de los procesos internos, las personas y los sistemas, o derivadas de los acontecimientos externos.

La responsabilidad del seguimiento y control del riesgo

operativo del Grupo recae en el departamento de Auditoría Interna, que mantiene la base de datos de incidencias operacionales y expone las medidas correctivas a la Dirección General y Comisión de Auditoría.

El eficiente funcionamiento del sistema de control interno genera un valor añadido al Grupo que permite mejorar su gestión, garantizando la eficacia de los procesos de negocio y facilitando el cumplimiento de las normas legales vigentes en cada país donde el Grupo tiene presencia.

Riesgo reputacional

El riesgo reputacional se define como el riesgo actual o potencial de ingresos y de capital derivado de una percepción adversa de la imagen del Grupo por parte de los clientes, las contrapartidas, los accionistas o el organismo regulador.

Para mitigar ese riesgo, hay varios mecanismos de control establecidos. De una parte, el Grupo tiene aprobado un código ético de cumplimiento obligatorio por parte de todos los empleados, que incluye los procedimientos para la prevención del blanqueo de dinero y que está sujeto a las normas éticas y de conducta establecidas por el INAF. El responsable de supervisar el cumplimiento de la normativa interna es el departamento de Cumplimiento Normativo.

Por otro lado, para la gestión de este riesgo en relación con la comercialización de productos y servicios a los clientes del Grupo hay un procedimiento establecido para que, antes del lanzamiento de cualquier producto, los departamentos implicados en el control (entre otros, Middle Office, Auditoría Interna, Jurídico y Cumplimiento Normativo) manifiesten su opinión respecto a la adecuación del producto, sus características y los riesgos asociados con antelación a la comercialización del producto.

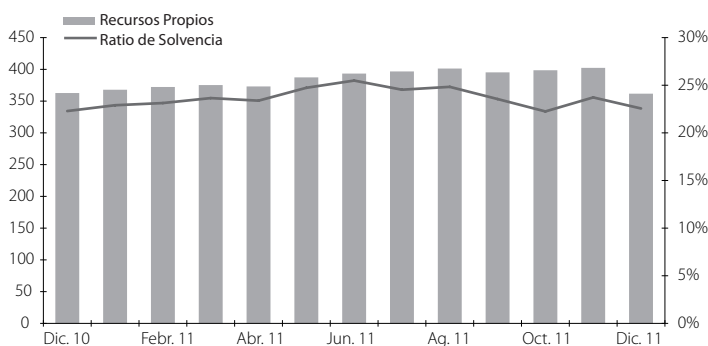
Además, el Grupo opera siguiendo los parámetros recogidos en la Ley 14/2010 (adaptación de la Directiva europea de mercados de instrumentos financieros – MIFID), que tiene implicaciones en la mayor transparencia y protección de los clientes en el momento de contratar productos y servicios financieros.

Gestión del capital

En la gestión del capital, el Grupo tiene como objetivo no sólo mantener un ratio de capital que resulte suficiente para soportar las actividades de negocio actuales y futuras, y cumpla con los requerimientos del supervisor, sino además disponer de un nivel de capital que refleje la fortaleza financiera y la elevada solvencia del Grupo.

A finales de año, el ratio de solvencia se sitúa en el 22,56%, más del doble que el nivel mínimo exigido por el supervisor del 10% y muy por encima del ratio comparable medio de las instituciones financieras europeas. Los recursos propios ajustados alcanzan los 361,71 millones de euros y el Grupo mantiene un excedente de recursos propios de 201,37 millones de euros.

Nivel de recursos propios ajustados y ratio de solvencia



El año 2010, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea aprobó el incremento de los requerimientos mínimos de capital de las entidades financieras, por el que el *core equity* tenía que ser como mínimo del 4,5% (frente al 2% anterior) y las entidades tenían que mantener una provisión de conservación del capital de un 2,5% adicional y, en función de las circunstancias, una provisión anticíclica adicional de hasta el 2,5% del capital. Adicionalmente, el ratio *Tier I* mínimo aumentó hasta el 8,5% (frente al 6% anterior) y el ratio de capital total mínimo lo hizo hasta el 10,5% (frente al 8% anterior). En el nuevo entorno que se definió, en el que a escala internacional las

entidades que forman parte del sistema financiero deben tomar medidas extraordinarias para aumentar su nivel de capital y así adecuarse a los nuevos requerimientos de solvencia, ANDBANK se encuentra en una excelente posición de solvencia, con un ratio de *core equity* que se sitúa en el 18,60%, y un importe de *core capital* neto de activos inmateriales de 298,21 millones de euros.

7. Consejo de Administración y Organización



Presidencia

Òscar Ribas Reig
Presidente Honorario

Manel Cerqueda Donadeu
Presidente

Oriol Ribas Duró
Vicepresidente

Consejo de Administración

Germán Castejón Fernández
Consejero en representación de Reig Finances, S. A.

Manel Ros Gener
Consejero

Jordi Comas Planas
Consejero Delegado

Xavier Santamaria Mas
Consejero

Pere Grau Hoyos
Consejero en representación de CEDO, S. A.

Josep Sansa Torres
Secretario (no consejero)

Enric Palmitjavila Ribó
Consejero

Josep Vicens Torradas
Consejero en representación de IGESA

Dirección General



Jordi Comas Planas
Consejero Delegado



Ricard Tubau Roca
Director General



José Luis Muñoz Lasuén
Director General Adjunto
Servicios Corporativos

Estructura Organizativa



Carlos Aso Miranda
Subdirector General
Banca Privada y Marketing



Josep M. Cabanes Dalmau
Subdirector General
Banca País



Josep Xavier Casanovas Arasa
Subdirector General
Control de Riesgo



Jordi Checa Gutés
Subdirector General
Recursos Humanos y Medios



José Ignacio García Fernández
Subdirector General
Banca Privada América



Josep García Nebot
Subdirector General
Planificación Patrimonial



Angel Martínez Belmonte
Subdirector General
Organización y Sistemas



Santiago Mora Torres
Subdirector General
Inversiones



Joaquín Valenzuela Pulido
Subdirector General
Servicios Jurídicos

8. Localizaciones y Direcciones

ANDORRA

Andorra Banc Agrícola Reig, S. A.
Licencia Bancaria

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 Fondos de Andorra

BAHAMAS

Andbank (Bahamas) Limited
Licencia bancaria

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

BRASIL

LLA Participações Ltda.
Holding de Gestora de fondos y de carteras

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

ESPAÑA

ANDBANK Luxembourg S. A., Sucursal en España
Sucursal Bancaria

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.
Asesoramiento de inversiones y gestión de carteras
Agente de Medivalor / Agencia de Valores
Passeig de la Bonanova, 47
08017 Barcelona. España
T. + 34. 93. 567. 88. 88
medpatrimonia@med.es

LUXEMBURGO

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

ANDBANK Asset Management Luxembourg S. A.
Gestora de Fondos de Luxemburgo

MÉXICO

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

MIAMI

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

Andbank Brokerage LLC
Compañía de Broqueraje

Andbank Advisory LLC
Gestora de patrimonios

MÓNACO

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

PANAMÁ

Andbank (Panamá) S. A.
Licencia bancaria internacional y casa de valores
Torre Generali (piso 26)
Samuel Lewis Avenue, Street 54 East, Obarrio Area. Panamá
T. +50. 726. 366. 96
info.panama@andbank.com

SUIZA

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

URUGUAY

AND PB Financial Services S. A.
Oficina de representación de Uruguay
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.
Gestión de carteras y agencia de valores
Edificio @1, piso 3, Of 303
Zonamérica. Ruta 8, Km 17500
91600 Montevideo. Uruguay
T. +59. 825. 182. 222
info@questadvisers.com

