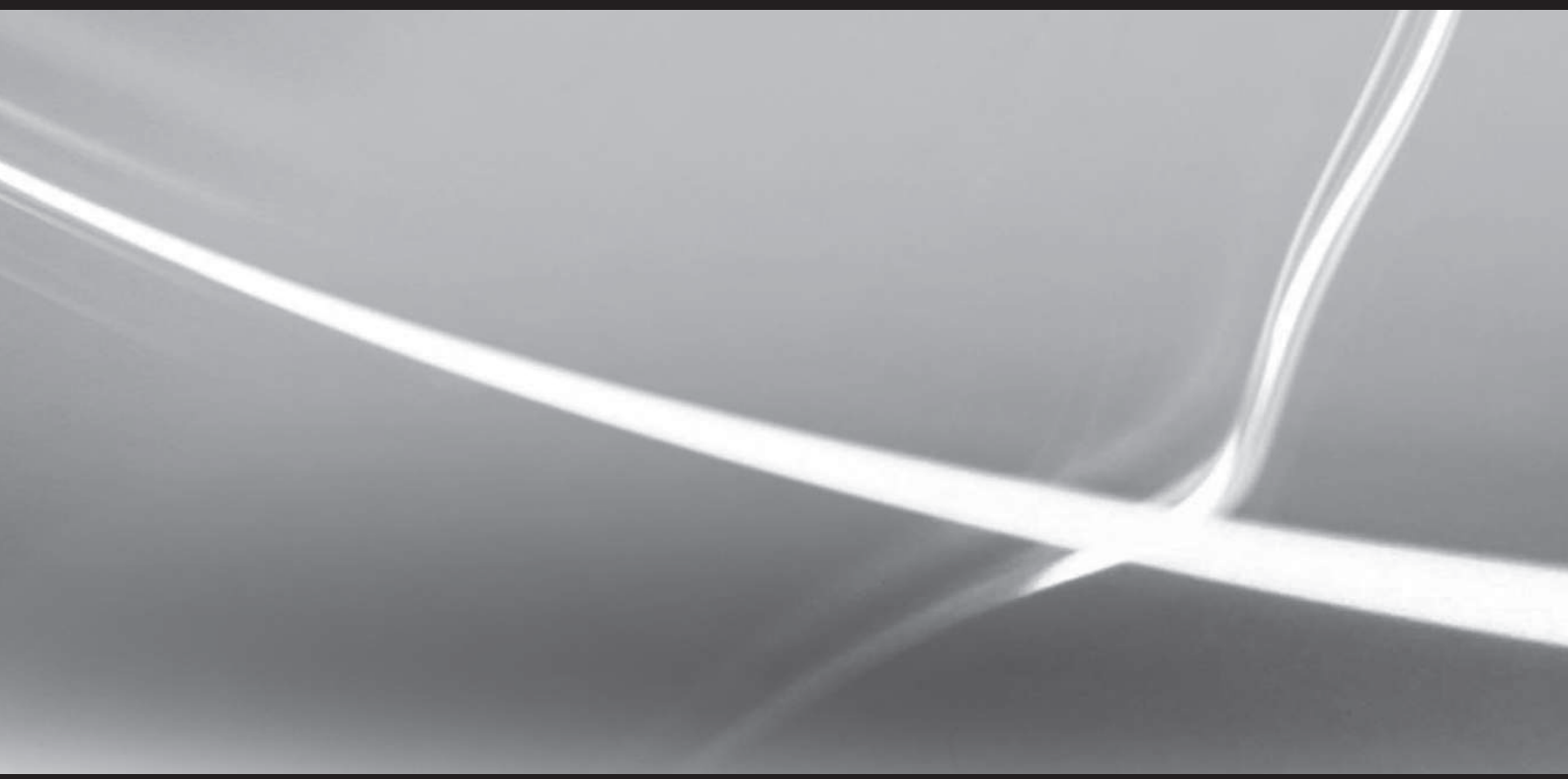



Memoria Anual 2012



ANDBANK /
Private Bankers



Índice Memoria

- 
- 0.** Principales datos del Grupo Andbank
 - 1.** Carta del Presidente y del Consejero Delegado
 - 2.** Evolución económica y mercados financieros 2012
 - 3.** Evolución prevista para la economía global y los mercados financieros 2013
 - 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	2012	2011
Activo Total	3.701.021	3.367.657
Recursos de Clientes	11.047.788	9.159.913
Inversiones Crediticias Brutas	1.825.144	1.711.830
Volumen de Negocio	12.872.932	10.871.743
Recursos Propios	446.269	443.149

Cifras en miles de euros

RESULTADOS	2012	2011
Resultado neto	56.581	54.246
Resultado antes de impuesto indirecto	71.981	68.940
Margen Financiero	56.012	51.005
Margen Básico	161.095	159.692
Margen Ordinario	189.693	170.535
Margen Explotación	72.216	70.051

Cifras en miles de euros


RATIOS	2012	2011
ROE	12,53%	12,61%
ROA	1,54%	1,79%
Eficiencia	46,69%	43,01%
Solvencia	21,39%	22,56%
Empleados	634	530

RATING (FITCH RATINGS)	2012	2011
Largo Plazo	A-	A-
Corto Plazo	F2	F2

1. Carta del Presidente

Manel Cerqueda Donadeu. Presidente del Consejo de Administración





Si 2011 fue un año de cambios, duro y complejo para el sistema financiero, en 2012, tal como preveíamos, no ha sido posible invertir la situación global. El año que acabamos de dejar atrás se ha caracterizado por la incertidumbre y la volatilidad en la economía global, así como por una frágil confianza empresarial y de consumo. Un año de incertidumbre política, con una economía que se mueve a distintas velocidades; un año de retrocesos en la actividad de los países industrializados donde la crisis, después de cuatro años, aún no ha tocado fondo.

En la eurozona ha tenido lugar, a nuestro parecer, el único acontecimiento fiscal de consolidación global. Es la única región del mundo que, en términos agregados, ha sido capaz de reducir los desequilibrios presupuestarios más de un 3% en un período de tres años. Sin embargo, en términos generales, consideramos que Occidente aún no cuenta con la capacidad necesaria para alcanzar los ritmos de crecimiento que se observaban antes de esta crisis, razón por la cual proyectamos un período de unos 3-5 años de crecimientos por debajo de la par.

Creemos que los países más industrializados no han resuelto los principales desequilibrios de la economía, por lo cual proyectamos un período largo de crecimiento cero o negativo. Mientras no se concluyan los ajustes y el crédito no vuelva a fluir, no empezarán a darse las condiciones mínimas para el crecimiento. Y aún nos hallamos lejos de cumplir con estas condiciones.

Desde el inicio de la crisis, el foco de crecimiento ha migrado de zona geográfica. El llamado *decoupling* o desacoplamiento en el crecimiento entre regiones ha pasado a ser una realidad.

No compartimos la tesis de una región asiática debilitada por la fragilidad de Occidente. A diferencia del resto del mundo, observamos en este continente una implantación de políticas económicas anticíclicas, lo que implica que son estos mismos países los que frenan y/o aceleran sus economías. En 2010 la región de Asia emergente crecía a un ritmo del 10%, lo que imponía una política de freno económico. Desde entonces, estas economías han implantado medidas fiscales y monetarias con el objetivo de ralentizar el ritmo de crecimiento hasta un nivel considerado sostenible. A finales de 2012, con tasas de crecimiento del 6,5%, gran parte de los desequilibrios derivados del fuerte crecimiento están ya bajo control. Este hecho nos permite proyectar una aceleración a un ritmo del 7%.

La primera consecuencia positiva de estas dinámicas en Asia la observaremos en América Latina, donde prevemos un repunte de las economías. El fuerte crecimiento de los costes salariales en Asia está beneficiando el crecimiento de América Latina, ya que parte de la producción que en su día se deslocalizó a Asia está volviendo. Uno de los países más beneficiados creemos que será México, que desde 2010 ha recuperado las importaciones americanas que había perdido a raíz de la incorporación de China a la Organización Mundial del Comercio.

Asia y América Latina dan cuenta de dos terceras partes del crecimiento del PIB mundial en 2012, compensando así la falta de dinamismo previsto para Europa, donde proyectamos un crecimiento del 1% en la UE (0% en la eurozona). En el caso de EE.UU., no creemos que la amenaza del *Fiscal Cliff* llegue a consumarse, razón por la cual nos sentimos cómodos proyectando un crecimiento estable en torno al 2%, un nivel compatible con la progresiva recuperación del consumo privado que permitirá ir reduciendo gradualmente la acción del gobierno. Sin embargo, seguimos planteando un déficit federal en torno al 7% para 2013.

Esta visión regional constituye la base para proyectar que el PIB global se acelere ligeramente desde un nivel del 2,75% en 2012 hasta un ritmo del 3,25% o, incluso, del 3,5% para 2013. Prevemos, pues, una ligera mejora en términos globales, aunque las regiones que actualmente están sufriendo ajustes continuarán experimentándolos durante 2013.

En este entorno complejo y muy adverso para el sector financiero, a la crisis económica global hay que añadir constantes cambios regulatorios que han forzado y forzarán a las entidades a adaptar sus modelos de negocio.

Nuestro plan estratégico 2009-2013 ya preveía este entorno plagado de desafíos y desde un principio pusimos en marcha iniciativas para adaptarnos, lo cual ha afianzado nuestro liderazgo. Una estrategia basada en la eficiencia, la solvencia y en la adaptación a las necesidades del cliente, en la que la expansión internacional ha sido clave. Este proyecto ha sido uno de los pilares de este plan estratégico, en cuyo último año nos encontramos y del que nos sentimos satisfechos porque los objetivos marcados se están cumpliendo con creces.

En este sentido, 2012 ha sido otro año repleto de metas cumplidas. Hemos consolidado más nuestro proceso de despliegue internacional, del que hay que destacar el magnífico crecimiento de nuestra red internacional, que ha alcanzado unos resultados históricos. Quiero hacer una mención especial del desembarque en España, con un mercado muy competitivo y maduro, con la apertura de oficinas en diversas localizaciones y en que, en nueve meses, se ha conseguido un crecimiento muy notable de recursos gestionados. También hay que destacar la consolidación de nuestra red en América del Sur con la sociedad financiera LLA, con sede en Sao Paulo, dirigida a asesorar a inversores individuales, institucionales y empresas en la gestión de su patrimonio financiero. Brasil es un país estratégico para Andbank.

En 2012 hemos aumentado los recursos gestionados por encima del 20%, con un incremento de dinero nuevo (sin tener en cuenta el efecto mercado), de casi 1.500 millones de euros, cifra nunca alcanzada por Andbank en un solo ejercicio. A día de hoy, hemos superado los 11.000 millones de euros en recursos de clientes. Cabe decir que el crecimiento actual no ha sido fruto de adquisiciones, sino el resultado del crecimiento orgánico. Todas las jurisdicciones internacionales han contribuido positivamente al crecimiento, lo que pone de manifiesto el enorme vigor del Grupo Andbank. Andorra, a pesar de las dificultades del entorno, ha contribuido también de forma positiva al crecimiento. El Principado continúa siendo la jurisdicción de más peso, pero el fuerte crecimiento del área internacional ha hecho que represente a finales de año un 49% del total. En el primer trimestre de 2013 el negocio internacional ya representa más de la mitad del Grupo.

Andbank ha crecido en beneficios hasta alcanzar los 56,6 millones de euros, y ha obtenido un meritorio ROE del 12,5%. Hemos superado los 189 millones de euros de margen ordinario, hemos aumentado los recursos propios hasta los

446 millones de euros y mantenemos nuestra ratio de solvencia en un más que destacable 21,39%. Al mismo tiempo, la estrategia y la gestión de Andbank han recibido el reconocimiento de la agencia internacional Fitch Ratings que, a pesar del entorno actual, ha mantenido la valoración de la entidad y le ha concedido una valoración A- a largo plazo y una valoración F2 a corto plazo.

Este año, el Grupo Andbank ha modificado la imagen de su logotipo para comunicar sus valores y reafirmar su internacionalización. Se ha cambiado la "c" final por la "k" que posiciona la marca en un mundo global. El segundo cambio ha sido la modificación del tipo de letra, que ha pasado de caja baja a alta como símbolo de solvencia y liderazgo. Adicionalmente, hemos incorporado y registrado el lema "Only talent performs", porque es en la atracción del talento donde Andbank encuentra la fuente de su ventaja competitiva.

Durante estos últimos años, el grupo ha ido consolidando su crecimiento internacional, hemos alcanzado retos y objetivos muy exigentes y se ha trabajado mucho y bien, como siempre. Nuestra cultura de decisiones rápidas, flexibles y valientes, calibrando siempre las consecuencias, nos ha valido este año el reconocimiento internacional al ser galardonados con el premio The Banker como mejor banco de Andorra en 2012.

El grupo ha centrado sus esfuerzos en buscar las mejores soluciones para los clientes, en las que la gestión discrecional y la creación de nuevas soluciones financieras han permitido ofrecer un servicio de alta calidad. Han sido unos años en que el buen gobierno corporativo, el control normativo y de procesos, ha adquirido un peso cada vez mayor para garantizar un nivel de crecimiento sostenible en un entorno cada vez más cambiante.

Los accionistas estamos haciendo una apuesta a largo plazo por el banco, con el claro objetivo de convertirnos en un banco de referencia; un banco centrado en banca privada, líder no sólo en casa sino también internacionalmente.

La solvencia, la orientación y el servicio al cliente durante estos años adversos están siendo el hilo conductor de nuestra estrategia. Siempre hemos estado al lado de nuestros clientes, ofreciéndoles en cada momento los mejores medios, técnicos y humanos, o facilitándoles la relación con el banco.

El año anterior mencioné que aún nos quedaba mucho trabajo por hacer y con un año que aún sería bastante complicado. Este año 2013 volverá a ser adverso, pero contamos con un equipo excelente que, incluso en un entorno lleno de desafíos como el actual, estamos convencidos de que sabrá superar con creces los retos planteados.

Para acabar, me gustaría agradecer a nuestros clientes y accionistas su confianza y fidelidad, así como a los colaboradores del Grupo, sin los cuales este ambicioso proyecto no podría realizarse.



Manel Cerqueda Donadeu
Presidente del Consejo de Administración

Carta del Consejero Delegado

Jordi Comas Planas. Consejero Delegado



El 2012 ha sido otro año retador, tanto para las instituciones financieras como para la economía en general. Cuatro años después del inicio de la crisis financiera (marcada por el colapso de Lehman Brothers, el primer gran banco en caer) la economía global aún se resiente de los efectos de la crisis financiera y la continua volatilidad de los mercados está limitando el esperado crecimiento económico a nivel global. La preocupación sobre la ralentización de la economía china, la incertidumbre sobre la recuperación económica de Estados Unidos y los continuos retos a los que se enfrenta la Unión Europea han disipado en buena medida las esperanzas de un retorno a la senda del crecimiento de las economías desarrolladas. Tal como lo describía nuestro presidente, el entorno económico y financiero ha estado dominado otra vez por la incertidumbre y la volatilidad.

El sector de la banca privada no es ajeno a esta situación general de desconfianza y decrecimiento. Niveles de ahorro más altos, empobrecimiento de la población, demandas de crédito más bajas e índices de consumo contenidos hacen que los modelos tradicionales de generación de riqueza soporten mucha tensión. Si bien hay determinadas áreas que presentan grandes oportunidades de negocio, la gran mayoría de los clientes de banca privada ven reducida su capacidad de generación de nueva riqueza, especialmente en los países más desarrollados.

Adicionalmente a estos factores económicos, la regulación está ejerciendo un papel muy importante en el negocio de banca privada. Un aumento en la regulación bancaria es un resultado natural y necesario de la crisis financiera global vivida. Las áreas de regulación tratan los requisitos de capital, solvencia y ratios de liquidez y, sobre todo, las materias de cumplimiento normativo y la manera en que se presta asesoramiento financiero para defender al cliente. Nuestro grupo cumple plenamente y adapta proactivamente su modelo de negocio a estos requisitos, que consideramos fundamentales para una mayor transparencia de cara a nuestros clientes.

La Entidad ha respondido a este entorno manteniendo una estrategia de negocio conservadora y dinámica a la vez. Conservadora en términos de un fuerte nivel de capitalización y liquidez, y dinámica en la búsqueda de las mejores soluciones de inversión para nuestros clientes. Adicionalmente, creemos que momentos de incertidumbre como los actuales son muy propicios para crecer y atraer el mejor talento: nuestra obsesión.

Una estrategia, basada en la solvencia y el servicio al cliente, recogida en nuestro plan estratégico 2009-2013, que equilibra el compromiso con la creación de valor a largo plazo y el rendimiento a corto plazo, tanto de cara a nuestros accionistas como para nuestros clientes: nuestra razón de ser. A un año de acabarse el plan estratégico 2009-2013, los objetivos tanto cualitativos como cuantitativos se han visto coronados por el éxito año tras año.

El resultado neto del año 2012 ha mantenido la línea de crecimiento sostenido hasta situarse en los 56,6 millones de euros, resultado que un año más se ha conseguido gracias a una buena gestión de los márgenes y a pesar del fuerte

despliegue internacional de la entidad y la prudente política de provisiones que hemos ido adoptando desde el inicio de la crisis.

En términos de recursos de clientes, hemos cerrado el año 2012 batiendo una vez más nuestros máximos históricos, llegando a gestionar más de 11.000 millones de euros, un hito muy superior al planteado en el plan estratégico. Este volumen de activos bajo gestión representa un incremento del 70% respecto al inicio de 2009. El crecimiento en este último año ha sido del 20%, impulsado por el despliegue internacional realizado en los últimos años, sobre todo gracias a lugares como España, Luxemburgo o México, donde la llegada de Andbank ha tenido una muy buena acogida. Este despliegue internacional también ha permitido una mayor diversificación regional en términos de clientes, aumentando de este modo la solidez de Andbank. El crecimiento en recursos gestionados es también un reflejo de la fidelidad de nuestros clientes hacia nuestra entidad, ya que han valorado positivamente la estrategia de gestión conservadora de nuestra entidad desde hace ya algunos años, aumentando los mandatos de gestión un 40% durante 2012.

América Latina es nuestro mercado estratégico de expansión. Se trata de países que, en general, experimentan un elevado crecimiento de riqueza y donde son necesarias propuestas de valor como las de Andbank consistentes en gestionar el patrimonio con prudencia y con el objetivo de preservación del capital. Andbank, un banco de cultura latina, entiende bien las particularidades de los clientes y de sus economías. Estos hechos han posibilitado que seamos uno de los bancos privados con mayor y más creciente presencia en el continente. Brasil y México son dos mercados estratégicos para nosotros.

En el ámbito de la gestión, a pesar de la inestabilidad, hemos sido capaces de mejorar nuestros márgenes. De hecho, en 2012 han crecido todos los márgenes del banco. 2012 ha confirmado la tendencia alcista de los últimos años. Hemos sido capaces de generar un margen ordinario de 190 millones de euros, margen que es un 60% superior respecto al inicio de 2009. Aunque durante los primeros años del plan estratégico los gastos del grupo aumentaron de manera significativa, debido básicamente al crecimiento internacional y a la inversión en tecnología, hemos conseguido aumentar el margen de explotación un 2,9% respecto al año anterior. El beneficio neto ha crecido un 4,4%.

Un año más, el banco ha mantenido una elevada ratio de solvencia que al final de 2012 se situó en el 21,4%, consolidando a la entidad entre las que cuentan con una mejor práctica internacional. Nuestra posición de liquidez (65,99%) nos deja muy bien posicionados en una época en que la liquidez es un bien escaso. La ratio de eficiencia se sitúa en un 46,69%, un dato excepcional dentro del sector.

La excelente posición en solvencia y liquidez del Grupo nos permite mirar al futuro con optimismo. El plan estratégico que estamos preparando contempla unos próximos 3-5 años complicados a nivel macroeconómico y financiero. Sin embargo, estamos convencidos de que seremos capaces de continuar invirtiendo con prudencia en un crecimiento sostenible y rentable.

A lo largo de esta crisis financiera hemos podido contrastar que la solvencia es crítica para sobrevivir a largo plazo, y que genera claras oportunidades. También garantiza que el grupo mantenga estándares rigurosos en la concesión de préstamos. A veces, la predisposición de mantener un balance solvente y flexible no es compatible con la rentabilidad a corto plazo, pero nosotros tenemos un proyecto a largo plazo. La solvencia también requiere una estricta metodología

a la hora de gestionar y mitigar los riesgos operativos inherentes a nuestro negocio. En este ámbito, este año Andbank ha reforzado aún más los recursos y las herramientas de control y de gobierno corporativo. Experiencias recientes de grandes instituciones financieras han mostrado la gran fragilidad de la reputación y el mal que puede hacer un solo acontecimiento a años de buena reputación. Nuestra reputación es nuestro bien más preciado y es responsabilidad de todos y cada uno de nosotros mantenerla y hacerla crecer.

La Entidad continuará manteniendo firmes lazos con las comunidades en las que opera. Generando valor, no a través de grandes campañas corporativas, sino a través de colaboraciones de alto valor agregado como la organización de ponencias económicas, el impulso de proyectos de emprendimiento, la creación de nuevos proyectos empresariales socialmente responsables o el acercamiento de los jóvenes a valores ligados con el deporte de alto nivel; valores como el esfuerzo, la tenacidad y la perseverancia con los cuales Andbank se siente plenamente identificado.

A nivel corporativo, el grupo continuará operando de manera disciplinada y prudente, centrado en preservar el capital de nuestros clientes. Andbank está formado por un equipo de excelentes profesionales que ponen todo su talento al servicio del cliente.

Hemos creado activamente una cultura basada en la integridad, la colaboración y el sentimiento de orgullo de pertenencia al grupo. Invertimos en nuestra gente a través de programas de captación, formación y desarrollo del talento. Queremos que Andbank continúe siendo un entorno de trabajo exigente, pero a la vez seguro y enriquecedor.

Estamos convencidos de que nuestra estrategia, centrada en la solvencia y en nuestros clientes, nos posiciona de manera diferencial para afrontar el futuro. Me gustaría aprovechar la ocasión para agradecer a nuestros colaboradores su trabajo riguroso y continuado, así como su dedicación y profesionalidad demostrada durante un año tan complicado como el 2012.

Gracias a sus esfuerzos hemos seguido progresando en nuestra firme determinación por adaptar nuestra entidad a los constantes cambios del entorno, satisfaciendo las necesidades de nuestros clientes. Los resultados están demostrando que el camino es el adecuado.



Jordi Comas Planas
Consejero Delegado

2. Evolución económica y mercados financieros 2012



Comportamiento de la economía global

Introducción

Aunque la recuperación de la economía global mostró en la última parte del 2012 algunos signos esperanzadores de renovado impulso, es cierto que, en términos generales, debemos describir la economía mundial, todavía, como frágil y fragmentada.

Detrás de esa tímida mejoría global observada durante el año encontramos unas condiciones de financiación que han mejorado de forma innegable (gracias a la actuación de los principales bancos centrales), lo que dio pie a una paulatina normalización en los mercados de deuda en Europa.

La consecuencia ha sido una mejoría en las encuestas de actividad en la parte final del año, que apunta a una evolución positiva del sentimiento empresarial. Prueba de ello la tenemos en unos indicadores PMIs globales que se mantuvieron en 53,7 (zona de expansión) a diciembre de 2012.

Por categorías, las encuestas sobre manufactura global escalaron por encima de 50, mientras que las encuestas de actividad en servicios siguieron expandiéndose a un ritmo sólido.

A finales de año los indicadores adelantados de la OCDE (diseñados para anticipar cambios en la dirección de sus economías en relación con sus tendencias) aumentaron por tercer mes consecutivo, apuntando a un final de ejercicio de sólido crecimiento económico para el área, que bien pudiera extenderse y tener continuidad en 2013. No obstante, y como factor preocupante, debemos alertar sobre el aumento en las divergencias económicas entre los distintos países de la OCDE.

Los riesgos para el crecimiento global han estado presentes durante todo el año y parece que deberemos acostumbrarnos a este nuevo entorno de mayor incertidumbre. Dichos riesgos incluyen el bajo ritmo en la implementación de las reformas estructurales necesarias en la eurozona, así como los desequilibrios persistentes en las mayores economías industrializadas. Así mismo, los nuevos riesgos geopolíticos amenazan con desestabilizar el mercado de las *commodities* y, por ende, a los mercados financieros. Todo ello ha derivado en una evolución errática y volátil de la economía global durante el 2012, y no dudamos que dichos factores van a seguir estando presentes durante el nuevo ejercicio.

En lo referente a la evolución de los precios globales, la inflación se estabilizó en los países avanzados en la parte final del año tras una evolución alcista en la primera mitad. En la OCDE la inflación se situó en el 1,9% interanual en diciembre y, a diferencia de otros indicadores, en éste sí que ha habido una evolución más homogénea entre todos los países desarrollados.

Esta evolución a la baja es fruto de una caída en la inflación subyacente (sin alimentos ni energía), lo que demuestra que la tendencia en precios finales sigue viniendo determinada por la debilidad de la demanda interna de las economías avanzadas. En otras palabras, la recesión no ha abandonado estas economías.

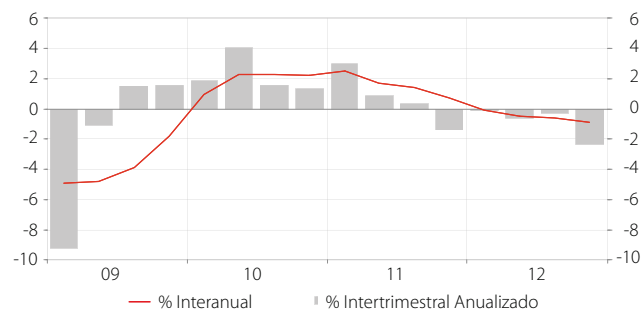
En cambio, los precios han seguido repuntando en un buen número de economías emergentes, que experimentan los efectos de unos precios externos de energía elevados y también sufren la presión de una demanda interna muy fuerte. Los países con mayores problemas de precios son Brasil y China (este último, en mucho menor grado que el primero).

Eurozona

Tras un 2011 en el que el conjunto de los países del euro logró cerrar con crecimiento positivo (+1,74%), en 2012 los países de la divisa única volvieron a mostrar sus peores números, entrando de nuevo en recesión económica tras confirmarse en el último trimestre del año los peores augurios sobre un empeoramiento de la contracción.

La región acabó el cuarto trimestre con una tasa de caída del PIB del -2,36% anualizado, lo que contrasta con la estabilización observada durante los tres primeros trimestres. Este dato deja a la zona con una tasa de PIB para todo el 2012 cercana al -0,50%.

PIB - Eurozona



Fuente: Eurostat

©FactSet Research Systems

Es ahora, con los datos del cuarto trimestre, cuando entran en juego todas las valoraciones posibles. Mientras unos ven una aceleración de la caída, es también justo considerar que el peso de todos los ajustes fiscales acaecidos en la práctica totalidad de las economías se produjo en esta parte final del año, y que dichos ajustes tenderán a ralentizarse con el paso del tiempo.

Según nuestros propios cálculos, una parte importante de este mal comportamiento se debería al llamado "Efecto arrastre", que hemos valorado en un -0,20%. Esto nos deja con un efecto inherente al ejercicio 2012 de -0,30%. Esta es la auténtica intensidad de la caída observada durante 2012.

El mercado laboral, a nivel regional, lejos de estabilizarse ha empeorado y los indicadores de alta frecuencia apuntan a que el deterioro se extenderá durante 2013. Los jóvenes y los trabajadores poco cualificados han sido los segmentos más castigados de la población. De igual manera, las divergencias existentes entre los países miembros se han evidenciado en la evolución de sus tasas de desempleo. Por sectores, las encuestas empresariales apuntan a que el desempleo ha seguido deteriorándose (y lo seguirá haciendo durante algún tiempo) tanto en industria como en servicios. De hecho, las previsiones de desempleo se han revisado al alza en las últimas estimaciones de los analistas profesionales.

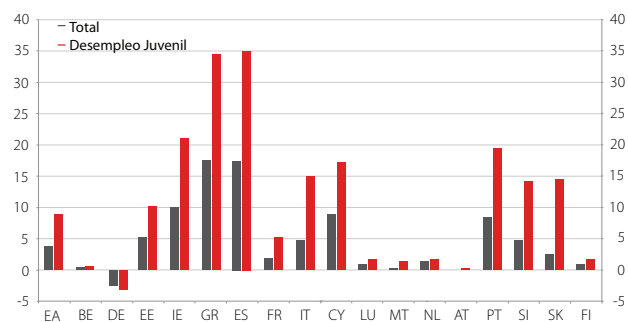
A diciembre de 2012, la tasa de desempleo en la eurozona alcanzó el máximo histórico del 11,7% (muy lejos del mínimo observado en 2007 del 7,2%).

En la tabla a continuación mostramos la evolución del desempleo en cada país del euro. Destaca el aumento de 17 puntos porcentuales en la tasa total de paro en España y Grecia (hasta alcanzar niveles totales cercanos al 26%).

Otro aspecto a considerar es el fuerte aumento del desempleo entre los jóvenes. En España y Grecia el paro entre este segmento de la población aumentó en más de 30 puntos porcentuales hasta alcanzar una tasa de desempleo

juvenil superior al 50%. Este dato contrasta con la tasa de desempleo juvenil observada en Alemania, Austria y Holanda, que se mantiene por debajo del 10%.

Variación de la tasa de desempleo entre el tercer trimestre de 2007 y el tercer trimestre de 2012 (puntos porcentuales)



Fuente: Eurostat

Nota: La tasa de desempleo juvenil corresponde a la tasa de desempleo de las personas de menos de 25 años. EA hace referencia a la eurozona.

Una de las razones por la que los jóvenes se ven más afectados por el desempleo es la redundancia de la que son víctimas. Al estar mayoritariamente relacionados con empleos o contratos temporales, no se encuentran tan protegidos por la legislación como otros trabajadores más veteranos y con contratos más estables. Ello los convierte en los primeros objetivos en los procesos de despido o expedientes de regulación. A su vez, una excesiva protección en los contratos estables o indefinidos (elevados salarios mínimos, escasa diferenciación salarial por tipos de trabajo, etc.) dificulta el acceso de estos jóvenes a esos puestos más estables, lo que perpetúa su condición y/o carácter de temporalidad en su vida profesional.

En lo referente al desarrollo monetario y financiero, los datos confirman que el ritmo de expansión del crédito y de la base monetaria siguió siendo muy débil. La tasa anual en el agregado monetario amplio (M3) se redujo en la parte final del año hasta un 3,3% anual (desde el 3,8% de

noviembre). Este descenso tuvo que ver con una reducción de los activos de inversión (*marketable instruments*) en manos del público, y dicha evolución está directamente relacionada con el descenso del crédito a los gobiernos por parte de los inversores privados nacionales. No obstante, esta menor financiación de nacionales a los gobiernos de la periferia europea se vio parcialmente compensada con un aumento de las entradas de capital extranjero (de fuera de la eurozona) en inversión de cartera, que se posicionaron en bonos gubernamentales denominados en euros.

En cuanto a las condiciones de crédito, la última encuesta entre los bancos de la eurozona sugiere que el endurecimiento en las condiciones que las entidades financieras exigen para otorgar créditos se mantuvo estable. Es decir, no se suavizaron las condiciones de concesión de crédito, o lo que es lo mismo, el acceso al crédito continúa sin mejorar. Si analizamos la encuesta más a fondo, incluso se puede observar como las condiciones para el crédito hipotecario y de consumo se endurecieron en la parte final del año.

En resumen, el menor ritmo de expansión en la base monetaria, el endurecimiento en las condiciones de acceso al crédito y el deterioro del mercado laboral ayudan a explicar las dinámicas negativas de PIB observadas en la última parte del año.

En términos de evolución de precios, y según datos del Eurostat, el índice armonizado de precios para la región se situó en una tasa anual del 2,2% en diciembre de 2012, lo que supone una tendencia de reducción si consideramos que el ritmo en octubre era del 2,5%.

El patrón de la inflación en la eurozona refleja los cambios en la contribución de los precios de la energía. Así, el aumento en el HCPI en el segundo trimestre fue el resultado de una subida previa en los precios del petróleo. Cabe mencionar que los precios de los alimentos tienen un menor impacto en el índice general de inflación, ya que se produce una compensación entre el aumento de los precios en alimentos no procesados y el descenso en los precios de alimentos procesados.

América Latina

Los exportadores de la región permanecieron estancados durante 2012, con un aumento promedio en los ingresos por ventas al exterior de apenas un 1%. Un factor clave en esta pobre dinámica ha sido la corrección observada en el precio de algunas materias primas durante la segunda mitad del año. Las materias primas representan un 50% de todas las exportaciones de la región.

A pesar de que la corrección de las *commodities* pueda parecer un problema pasajero, lo cierto es que sigue vigente la percepción de que se mantiene el perenne problema de competitividad que arrastra la industria en la mayoría de estos países. Ello hace que los países no orientados a la exportación de materias primas sufran también.

Las autoridades políticas de estos países han alzado la voz, en continuadas ocasiones, en contra de las políticas de expansión monetaria de los países occidentales, que tienen como consecuencia una sobrevaloración de las divisas de los países de América Latina (lo que dificulta aún más la evolución de su sector exterior, amplificando los efectos de una menor recaudación por la caída en los precios de las *commodities*).

Como resultado de las políticas laxas por parte de la Fed y del BCE, divisas como el Real, el Peso chileno o el Sol peruano se estima estén sobrevaloradas entre un 10% - 20% respecto al USD. De continuar esta divergencia de políticas monetarias y la mejor perspectiva por parte de algunas de estas economías, dicha evolución bien pudiera perpetuarse durante el 2013.

Para Brasil, el año 2012 ha supuesto un auténtico batacazo en la actividad y los ritmos de crecimiento (+0,9% de PIB en el conjunto del año). Los ritmos seguían siendo pobres en la última parte del año (según datos de actividad de diciembre, que resultaron ser peores de lo esperado).

A pesar del “desplome” en las tasas de PIB en 2012, ha surgido en el país un auténtico problema de inflación, convirtiéndose, hoy por hoy, en la principal amenaza para las autoridades económicas. Con los precios subiendo a tasas superiores al 6% anual, el banco central estaría sopesando volver a subir los tipos (después de rebajarlos desde el 12% al 7,25% en 2012) y, por supuesto, la apreciación de la divisa ya no representa un problema para ellos, más bien al contrario, les ayuda a mantener controlados los precios por el lado de la inflación importada. En todo caso, esto supone un verdadero quebradero, ya que a los efectos negativos derivados de una pérdida de competitividad por aumentos salariales (para ajustarlos a la inflación) deben sumarse los efectos derivados de un Real alto. Todo ello perpetúa los problemas tradicionales en la industria del país.

En México, a pesar de todo, puede decirse que la economía se ha comportado relativamente bien durante el 2012, escapando a las turbulencias que rodeaban a EE.UU. debido a la cuestión del *Fiscal Cliff*. Las tasas de expansión de PIB en México fueron del 0,8% q/q en el cuarto trimestre, lo que significa que la economía se expandió un 3,2% en el conjunto del año.

La resistencia del sector servicios y el aumento en la producción agrícola ayudaron a compensar la caída de la actividad manufacturera en el cuarto trimestre de 2012. Una industria que está notando los efectos de la desaceleración en EE.UU. en la parte final del año. Eso queda patente en las tasas en manufactura, que descendieron hasta el 1,8% interanual en el cuarto trimestre (desde el 3,6% del trimestre anterior).

Esta debilidad, tal y como comentábamos, quedó compensada por una aceleración en el sector servicios (3,4% interanual) y la producción agrícola (+10% interanual). A pesar de ello, no ha sido suficiente y se ha registrado un leve retroceso en los índices de actividad general. Consecuencia de ello es que en el país se ha pasado de contemplar una posible alza en los tipos de interés a considerar una posible rebaja de los mismos.

En términos de inflación, México es de los pocos países que estaría “controlando” la evolución de los precios, con unos niveles de crecimiento cercanos al 3,6% en diciembre, dentro del rango objetivo fijado por el banco central del 2%-4%.

Argentina mantiene una nube amenazante sobre su territorio tras el episodio legal iniciado en una corte de Nueva York, y en el que una primera sentencia desfavorable, y que podría desembocar en un nuevo *default*, tuvo que ser recurrida por el gobierno de la señora Fernández. En espera de que esta sentencia sea firme, Argentina ha seguido sufriendo todos los problemas derivados de la incertidumbre respecto a su capacidad de honrar su deuda. La ansiedad, siempre presente, en espera de la sentencia definitiva (que tendrá lugar en marzo de 2013) ha provocado un aumento considerable de las primas de riesgo de los bonos del país, lo que a su vez aumenta los costes de la deuda y, por consiguiente, amplifica el ajuste necesario en las políticas de gasto público.

A pesar de todo, cabe mencionar que en el cuarto trimestre la economía Argentina se tomó un respiro y mostró ciertos síntomas de recuperación. Aunque los datos oficiales de PIB no son del todo exactos (por decirlo de alguna manera), otros indicadores apuntan a un crecimiento del 0,2% interanual en la parte final del año. Escaso, ciertamente, pero mejor que el registro del -0,1% del tercer trimestre. Dicha mejora se debió a un aumento en la producción agrícola (como en México), permaneciendo la industria y la construcción en ritmos deprimidos.

El gran problema sigue siendo la inflación (y la credibilidad que rodea al país en relación a este tema). El nivel de precios crece, según fuentes oficiales, al 10%. Pero estimaciones alternativas, tomando datos de provincias, sugieren que la inflación estaría por encima del 25%, y eso es un problema mayúsculo. Dicha evolución desemboca en el hundimiento de los salarios reales y, por tanto, de la confianza del consumidor. Fruto de todo ello, quizá, sea la continua desaceleración en los ritmos del crédito.

No obstante, aunque las tasas de crecimiento del crédito hayan caído (desde el 50% anual visto a principio de año hasta el 30% anual a diciembre), éste sigue evolucionando a un ritmo alarmante.

Una muestra de la preocupación con la que se mira esta economía la tenemos en el nivel no-oficial del tipo de cambio, que continúa su particular divergencia respecto a los niveles "oficiales" estrechamente controlados. El tipo oficial de cambio está en 5 pesos por USD, mientras que el tipo de cambio en el mercado negro estaría en 7 pesos por USD (un 40% de sobrevaloración del Peso oficial). Sin duda, la inflación descontrolada y la aparente persistencia en la fuga de capitales estarían provocando esta evolución (natural) en el mercado negro.

La economía de Chile acabó el año 2012 en una dinámica alcista y de aceleración. Los datos del último trimestre del año muestran como el ritmo de actividad (PIB) se aceleró hasta el 6% anualizado, lo que sitúa el crecimiento para el conjunto del 2012 en el 5,5%, muy por encima del ritmo promedio de 10 años del 4,5%. Esto equivale a decir que Chile se encuentra en la mejor zona o dinámica de la última década. Algo que no todos los países pueden decir.

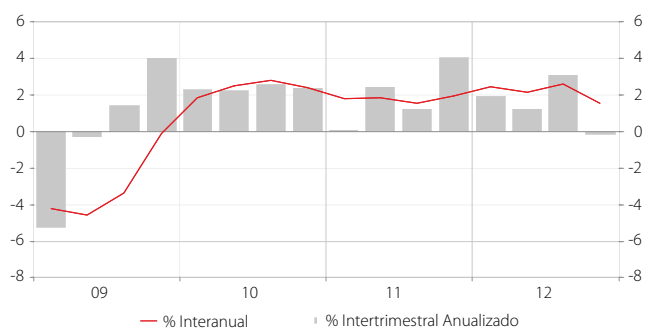
Lo más llamativo, quizá, sea la dinámica de precios (inflación), que apunta claramente hacia una moderación de los mismos. Y es que, tras iniciar el año en niveles de aceleración del 4% en el índice general de precios, acabaremos el año con tasas de inflación general y subyacente inferiores al 2%. Concluyendo, un crecimiento económico que se acelera pero sin generar inflación. Es decir, un crecimiento equilibrado.

Estados Unidos

A diferencia de la eurozona, en EE.UU. el PIB apenas decreció en el cuarto trimestre del 2012 (según el avance del *Bureau of Economic Analysis*). La actividad en la parte final del año se contrajo a un ritmo anual del 0,1%, y aunque la caída fue moderada, también supuso un giro a la baja respecto a los

ritmos mostrados en los meses centrales del año (+3,1% de ritmo anual en el tercer trimestre).

PIB - EE.UU.



Fuente: US. Bureau of Economic Analysis

©FactSet Research Systems

Las razones detrás de este cambio de ritmo en el PIB de EE.UU. en el cuarto trimestre son: el fuerte descenso en el gasto federal (principalmente en defensa) y la reducción en la inversión de inventarios por parte del sector privado (consecuencia, quizá, de la fuerte construcción en el nivel de *stocks* del tercer trimestre). Esta evolución de los inventarios podría ser también fiel reflejo del menor ritmo en las transacciones internacionales, dada la debilidad del entorno exterior.

También cayeron los ritmos de expansión en las importaciones y las exportaciones, haciendo que el sector exterior neto contribuyera negativamente a los niveles generales de PIB.

Por el lado positivo, apreciamos una recuperación en el nivel de consumo privado, fruto, quizás, de un aumento en la renta disponible que elevó el nivel de ahorro hasta el 4,7%, y también destacamos un aumento en la inversión privada (residencial y no residencial).

Con todo, podemos concluir que la caída en el gasto federal y la reducción de inventarios se vieron compensados por un aumento en los niveles de consumo y de inversión privada, dejando las tasas de actividad general cercanas al 0% en la parte final del año. El PIB para el conjunto del ejercicio se situó en niveles muy cercanos al 2,2%.

Según nuestros propios cálculos, este crecimiento se puede desglosar en el efecto arrastre (+1,07%) y el efecto dinámica (+1,10%).

Sin duda, un factor a tener en cuenta en las mejores dinámicas de PIB en EE.UU. (en relación a la eurozona) ha sido el elevado grado de intervencionismo por parte de la Reserva Federal, que ha mantenido una política monetaria más agresiva, tanto en los instrumentos ortodoxos (menores tipos de interés) como en los no ortodoxos (continua ampliación de los programas de expansión de base monetaria).

En cuanto a la evolución de los precios, también hemos visto en este país una relajación de los mismos, aunque en este caso ha sido si cabe más pronunciada, ya que la tasa de inflación anual se situó en el 1,7% a diciembre de 2012 (significativamente por debajo del 3% registrado en diciembre del año anterior). Sin energía y alimentos, los precios crecieron a un ritmo del 1,9%, lo que significa que éstos fueron los factores que relajaron el nivel general de precios (concretamente la relajación durante el tercer trimestre en los precios de la energía).

Japón

Las dinámicas de actividad están totalmente descorrelacionadas en esta parte del mundo con respecto a los países occidentales. Así, en el cuarto trimestre de 2012, lejos de experimentar una desaceleración del PIB, Japón ha vivido un proceso de "mejora".

La producción industrial logró tocar suelo y, por lo tanto, frenar su caída, ayudada por la manipulación en el valor de su divisa (devaluación), así como por una mejor dinámica del consumo interno, que se reflejó en unas mayores ventas minoristas en el último trimestre del año.

A pesar de los esfuerzos por depreciar la divisa en la parte final del año (el USDJPY pasó de 78 a 88 entre octubre y diciembre), el saldo en la balanza comercial continuó siendo deficitario (a niveles máximos de déficit) debido a que en la primera mitad del año el JPY estuvo fuerte, y el entorno de demanda exterior fue muy débil (lo que afectó negativamente a las exportaciones japonesas). Por ello, es de esperar que el nuevo gobierno persista en su tentativa de depreciar aún más la divisa.

Las tensiones con China también contribuyeron al deterioro de la balanza comercial de Japón.

En términos de evolución de precios, Japón sigue en el territorio de la deflación. A pesar del ligero repunte en el ritmo de precios (respecto a meses anteriores) éstos siguieron mostrando una evolución negativa del -0,1% anualizado en diciembre. En cuanto al índice de precios subyacente, la deflación fue aún más pronunciada (-0,6%). Esto, sin duda, supone un límite importante a la inversión productiva.

A pesar de esta dinámica (y de la aparente incapacidad de las autoridades niponas para salir de la espiral deflacionista), el gobierno estableció a principios de 2013 un nuevo objetivo de inflación, aumentándolo desde el 1% hasta el 2%, algo que, conociendo las intenciones del nuevo gobierno de aumentar el programa de compra de activos por parte del BoJ (es decir, expansión de balance), se entiende que forma parte de su marco de política comunicativa, con el objetivo de insinuar un cambio cuantitativo en la agresividad de las acciones en materia de política monetaria. El objetivo final, sin duda, es depreciar aún más su divisa.

Economías Emergentes de Asia

De la misma manera que en Japón, el resto de economías de la región Asia Emergente disfrutaron de unas dinámicas que fueron de menos a más en 2012 (justo al contrario que las economías occidentales, que fueron de más a menos).

Los datos de PIB en China para el cuarto trimestre del 2012 confirmaron que el giro al alza era una realidad. En términos interanuales, el crecimiento se aceleró hasta el 7,9% en la parte final del año (desde el 7,4% en el tercer trimestre). Los analistas estiman que los principales factores que contribuyeron a esta aceleración fueron esencialmente domésticos (consumo interno).

Nosotros sabemos que la inversión (ya sea nacional o inversión directa extranjera) siguió jugando un papel muy importante, ya que a principios de 2012, la inversión real continuaba entrando a un ritmo de 225 bln USD anuales, el equivalente al 3% del PIB de China.

No obstante, y como elemento disuasivo para la aceleración económica, el incremento de los precios observado en diciembre presionó a las autoridades, que se vieron obligadas a relajar sus políticas de estímulo para evitar tener que afrontar problemas derivados de un descontrol en la inflación. A pesar de ello, este factor no debe preocuparnos ya que el nivel de inflación oficial se situó en el 2,5% anual a finales del ejercicio, mientras que los precios de producción continuaron contrayéndose (por décimo mes consecutivo).

Las condiciones financieras y monetarias siguieron expandiéndose, debido sobre todo al elevado crédito no bancario.

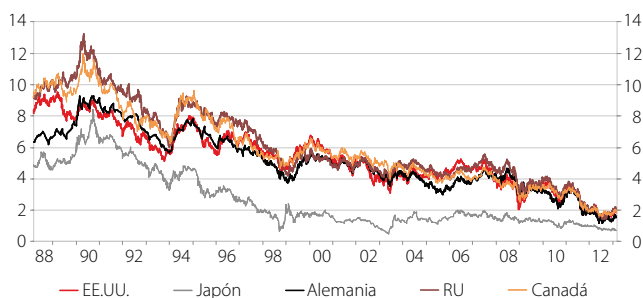
El sector exterior también recuperó su fortaleza a finales del ejercicio, situando el saldo acumulado 12 meses de la balanza comercial en su nivel más alto desde octubre de 2009 (+232,8 bln USD).

Comportamiento de los mercados financieros en 2012

Tipos de interés y mercado de bonos gubernamentales

Hemos asistido a dos fases bien diferenciadas en cuanto al comportamiento de los tipos de interés durante el 2012. Los costes de financiación de los gobiernos desarrollados (tomando como referencia la TIR del bono *benchmark* a 10 años) iniciaron el ejercicio con una cierta estabilidad, manteniéndose siempre en torno al 2%. A finales de enero esa estabilidad desapareció y las rentabilidades aumentaron su oscilación hasta que a mediados de marzo se salió definitivamente de la órbita del 2% y todos los países avanzados, sin excepción, vieron aumentar las rentabilidades exigidas para sus bonos a 10 años hasta el 2,40% en tan solo una semana. Todo ello coincide con una mejora en los agregados macro, que inyectó confianza en los inversores y les llevó a pensar que quizá estuviéramos en la antesala de un ciclo económico alcista. No obstante, dicha tendencia en los datos no tuvo continuidad, lo que disipó rápidamente las aspiraciones de hallarnos dentro de un ciclo económico. Como es lógico, el mercado empezó a desandar el camino trazado hasta entonces, rebajando las rentabilidades en una tendencia que no pararía hasta finales de julio. Esta tendencia llevó la TIR de todos estos bonos por debajo del 1,50% (y en el caso de Alemania, por debajo del 1,20%). Este movimiento es consistente con la percepción del mercado de que aún nos encontrábamos bien inmersos en la crisis económica. Por lo tanto, en este entorno, los riesgos deflacionistas superaban a los inflacionistas, lo que empujaba a los costes de financiación de los gobiernos claramente a la baja.

Rentabilidad de los bonos a 10 años Economías desarrolladas



Fuente: Tullet Prebon Information

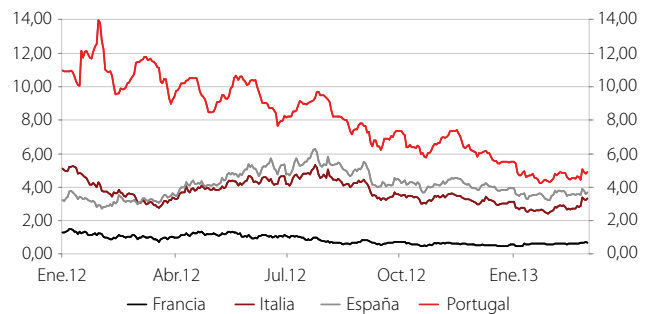
©FactSet Research Systems

Riesgo Soberano

Un año de altibajos en la evolución de las primas de riesgo, con dos grupos bien diferenciados dentro de los países periféricos de la eurozona. A destacar el buen comportamiento de los bonos de Portugal e Irlanda durante el 2012. Estas economías iniciaron el año con unos diferenciales de rentabilidad frente a Alemania en niveles muy peligrosos, de 1.100 p.b y 600 p.b, respectivamente, para acabar el año en *spreads* sensiblemente inferiores. En el caso de Portugal, la reducción en el diferencial del bono a 10 años ha sido de 560 p.b, mientras que en el caso irlandés se ha estrechado en 380 p.b. A finales de 2012, ambos gobiernos fijaban sus primas de riesgo en el bono a 10 años en los 540 p.b para Portugal y en los 220 para Irlanda.

Los dos grandes países dentro de esta categoría, Italia y España, han mostrado un comportamiento mucho más estable. A pesar de la gran volatilidad observada, la prima de riesgo en España acabó el año en niveles no muy lejanos de los de inicio de año. España empezó 2012 con un diferencial de 325 p.b y acabó el ejercicio en torno a los 350 p.b (+25). Italia inició el año por encima de los 520 p.b y acabó ligeramente por debajo de los 300 p.b (-220 p.b).

Diferenciales liquidez / bonos a 10 años Países periféricos de la eurozona



Fuente: Tullet Prebon Information, JPM Chase

©FactSet Research Systems

Renta Variable

En general, podemos afirmar sin temor a equivocarnos que 2012 fue un año positivo para los principales índices globales de renta variable. Los principales mercados desarrollados experimentaron ganancias de doble dígito, si bien es cierto que ello fue gracias al repunte generalizado observado en las postrimerías del año. Cabe decir también que dicho comportamiento no ha sido en absoluto lineal. A modo de ejemplo ilustrativo de la fuerte componente errática y la volatilidad observada, cabe destacar que tanto los mercados de EE.UU. como de Europa o los Emergentes se apreciaron un 15% durante el primer trimestre, para perder toda esa ganancia en los meses centrales del año. Posteriormente, durante el tercer trimestre lograron repuntar otro 15% y sufrieron pérdidas parciales en octubre. Fue el tirón final en el año el que definitivamente definió el comportamiento positivo del ejercicio.

Así, el S&P acabó el año con una ganancia del 13,4% y el Eurostoxx del 10,4%. En China, el Shenzhen se anotó un modesto 2,4%, pero la bolsa de Hong Kong acabó apuntándose un 22,9%, mientras que otros mercados de la región registraron también recorridos importantes, como

India (+29,9%), Indonesia (+12,9%), Japón (+22,9%), Corea (+10,8%), Tailandia (+35,7%) o Taiwán (+8,87%).

El resto de mercados Emergentes, representados por las bolsas de Latinoamérica, tuvieron un comportamiento también positivo en general. México y Colombia estuvieron entre los mercados ganadores, con revalorizaciones del 17,8% y 16,1%, respectivamente. Chile y Perú siguieron en la senda estructural de ganancias y se anotaron un 4,6% y un 5,9%, respectivamente. Argentina acabó en un +15,9% y Brasil experimentó una apreciación más moderada del 7,4%. Como elemento de distracción, Venezuela representó ese factor aleatorio con un estrambótico recorrido alcista del 302%.

Materias Primas

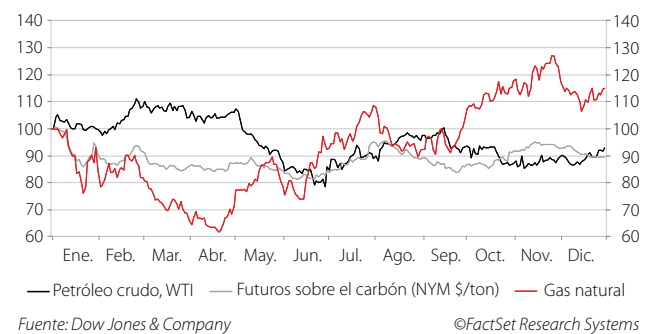
Empezando por las *commodities* energéticas, cabe distinguir el buen comportamiento del gas frente a la evolución más modesta del crudo y del carbón. Así, el gas acumula una revalorización del 15% durante el año 2012, mientras que el crudo y el carbón pierden en torno a un 10%.

En cuanto a los productos agrícolas, hemos tenido también una divergencia importante. Los granos subieron con fuerza (sin excepción), siendo la soja la que más se revalorizó (+40%) seguida del trigo (+20%) y el maíz (+10%). Por el lado negativo, el azúcar y el algodón perdieron un 19%.

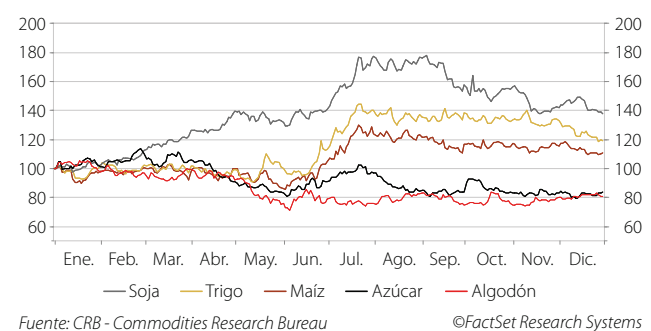
Los metales preciosos, a pesar de acabar el ejercicio con revalorizaciones cercanas al 7%, no puede decirse que hayan podido mantener la clara tendencia alcista iniciada en 2009. Su comportamiento altamente errático hace que la apreciación experimentada no sea suficiente para compensar su elevada volatilidad, lo que apunta a un agotamiento en las dinámicas de estos activos. Aunque iniciaron el año con fuertes beneficios (de entre el 10% y el 20%), lo perdieron todo durante el segundo y tercer trimestre. No obstante, los precios volvieron a repuntar en la segunda mitad del año. El oro fija su revalorización en un 5,6%, el Paladio en un 7,1% y el Platino en un 9,9%.

Los minerales también mostraron ciertas divergencias. El zinc fue el que más se revalorizó (+11%), seguido del cobre (+4,8%). El resto mostró comportamientos más moderados o incluso negativos, como es el caso del Níquel (-7%).

Energía (base 100)



Materias primas agrícolas (base 100)



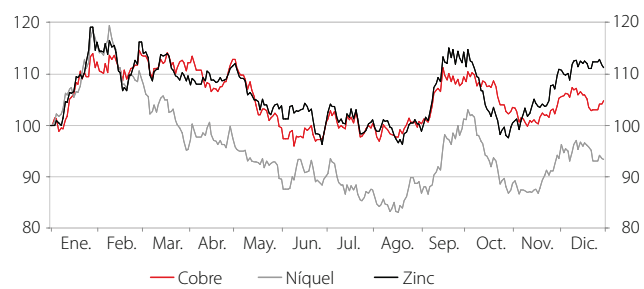
Metales preciosos (base 100)



Fuente: NYMEX

©FactSet Research Systems

Minerales (base 100)



Fuente: LME - London Metal Exchange

©FactSet Research Systems

Divisas


El EUR inició el año de forma muy errática con una depreciación del 2,3% en la primera semana del año. En ese punto (1,26) inició una senda de apreciación que se prolongó hasta abril y que llevó el cruce a cerca de 1,34. Los temores sobre una solución no ordenada a la crisis de la deuda en la eurozona impulsaron los temores de ruptura y los riesgos de re-denominación, lo que sumergió a la divisa común en una fuerte trayectoria de depreciación frente al USD hasta alcanzar el 1,21 el 24 de julio. A partir de ahí, la acción política

concertada y la oportuna (y eficiente) intervención del presidente del ECB, a través de la publicación del programa OMT, etc., tuvieron el efecto esperado (y deseado), ya que el EUR inició de nuevo una importante tendencia alcista que lo llevaría hasta el 1,32 a cierre de año. Entrado el 2013, esa trayectoria tuvo continuidad y alcanzó el 1,37 en enero de 2013.

En definitiva, empezó el año cerca de 1,30 y lo acabó en 1,32. Una apreciación de la divisa común del 1,5%. Un registro aparentemente "estable" que esconde una gran variabilidad.

La libra se ha apreciado frente al USD durante el ejercicio. La divisa británica inició el año en 1,55 USD por libra y lo acabó en 1,63 (+5,2%), aunque durante los meses centrales del año la libra entró en terreno negativo (como el cruce EUR-USD). Unos meses en los que los temores a un profundo *double-dip* llevaron a los inversores a refugiarse en el USD, que se apreció considerablemente respecto al resto de divisas.

El JPY ha sido el gran "vencedor" en esta guerra de divisas, porque el gobierno ha conseguido su objetivo de devaluar considerablemente su divisa respecto al resto. El fin último de estas devaluaciones no es otro que experimentar una ganancia de competitividad que impulse las exportaciones, de manera que sea el sector exterior neto el que provea de dinámicas de crecimiento a cada economía. El JPY empezó a depreciarse frente al dólar (y por lo tanto respecto al resto de divisas) ya en enero. Partió de un nivel de 76,92 y cayó directo a 84 en marzo (-8,5%). A partir de ahí pareció que el BoJ se calmó en su intento por seguir depreciando. Ello, unido a la tensión vivida durante los meses centrales del año, hizo que los ahorradores japoneses, ante los temores desatados en Europa, repatriaran mucho ahorro canalizado en el exterior, lo que produjo una apreciación de la divisa nipona que la llevó de nuevo a 77 JPY por USD (+8,4%). Este movimiento nos sitúa en septiembre. Superados los temores a un desarrollo desordenado en la eurozona, con la percepción de que el euro está aquí para quedarse ya instalada en las mentes de la mayoría de los inversores, el



JPY empezó de nuevo a depreciarse hasta alcanzar los 86 JPY por USD (-10,9%). En total, en el conjunto del año, el JPY se ha depreciado un 11% respecto al USD.

3. Evolución prevista para la economía global y los mercados financieros 2013

Previsión para la economía global

Introducción

Durante la historia reciente, el mecanismo económico global de "ajuste automático" se ha centrado en basar la recuperación de Occidente en un USD alto y un precio del petróleo bajo. Con la introducción de las políticas monetarias no ortodoxas (comúnmente conocidas como QE), el mecanismo global de autoajuste se ha "dislocado", sin concluir en la necesaria corrección del precio de las *commodities* (petróleo) ni en la necesaria apreciación del dólar.

De este modo, el consumo occidental no puede repuntar bajo las premisas de "petróleo débil" y "dólar fuerte". Todo lo contrario. Al haber más liquidez, en un intento de "cubrir" los riesgos derivados de esa mayor liquidez, los inversores compran masivamente activos considerados "escasos", que aumentan incluso más en precio, aunque no precisamente por razones fundamentales, puesto que las economías desarrolladas siguen (y seguirán) creciendo a nivel sub-par.

En conclusión, la evidente manipulación actual del precio del dinero no permite generar las condiciones necesarias para que Occidente inicie un nuevo (y normal) ciclo económico. Por lo tanto, no esperen una recuperación tradicional en las economías desarrolladas.

Por supuesto, la creación de dinero nuevo ha tenido que servir para algo. Y ese algo no ha sido precisamente poco: ha servido para evitar el colapso del sistema financiero global y sustituir al mercado a la hora de ofrecer liquidez a gobiernos y bancos. En definitiva, ha ayudado a mantener empresas y gobiernos a flote, aunque también debemos admitir que la mayoría de estas empresas son compañías "zombi".

Esta práctica redirige una cantidad enorme de recursos hacia "acciones de salvamiento", causando una disrupción en el mecanismo de destrucción creativa necesario para reasignar capital a proyectos más productivos y, por lo tanto, necesarios para la salud económica a largo plazo.

Ciertamente puede decirse que Occidente ha evitado el colapso, pero que nadie piense que ha sido a cambio de nada. Estas prácticas de redirección del dinero resultarán en un menor crecimiento estructural para las economías desarrolladas en la próxima década. Y este menor crecimiento mantendrá las curvas de rentabilidad de las obligaciones de las economías desarrolladas estructuralmente bajas, dando lugar en la mayoría de casos a tipos de interés reales negativos, aunque esto no suponga un estímulo real para el crecimiento.

Los inversores de estos países, buscando refugios contra esta depreciación de la moneda, han ido trasladando la liquidez hacia activos escasos (pero improductivos) como el

crudo, metales preciosos y minerales, impidiendo con ello ganancias de productividad en las principales economías y llevando estas materias primas a máximos.

A pesar de esta perspectiva de crecimiento sub-par para Occidente, sí tenemos una buena perspectiva para los países asiáticos que, hasta la fecha, han sido efectivos en el uso de instrumentos para acelerar o reducir el ritmo de actividad. Ello sugiere que ahora son mucho más autónomos de lo que la mayoría pueda pensar.

El patrón en el uso de ejecución presupuestaria, aplicando criterios anticíclicos, explicaría la reducción de la actividad económica durante el tercer trimestre del 2012, y parte del cuarto.

Adicionalmente, la región muestra las ratios de deuda más bajas y, aún más importante, los ahorros del mundo están en sus manos, acumulando casi un 65% de las Reservas de Divisas Globales. Esta cifra representa más del 40% de su PIB anual, lo que sugiere una alta capacidad para intervenir en la economía cuando sea necesario sin tener que incrementar la deuda internacional. El elevado nivel de reservas extranjeras en manos de estos bancos centrales es también un muy buen indicador de la fortaleza de la moneda local, ya que refleja el apoyo detrás de esa moneda, lo que sugiere que las Inversiones Extranjeras Directas probablemente continuarán fluyendo hacia estas economías.

La combinación de estos tres factores (bajo nivel de deuda, altos ahorros y excesiva acumulación de reservas) favorecerá las dinámicas económicas en la región. Ello permitirá mantener ritmos de crecimiento elevados (que podrían superar el 7% para la zona en 2013), lo que supondría un fuerte estímulo para el ritmo de actividad global, dado que esta región contribuye en más de $\frac{3}{4}$ partes al crecimiento global.

En definitiva, un mundo a dos velocidades, siendo esta vez el mundo desarrollado el que se moverá a un ritmo sustancialmente menor en comparación con los países en

vías de desarrollo. No obstante, y a pesar de esta dicotomía, planteamos un 2013 en el que la actividad global (y por ende el PIB mundial) crecerá más que en 2012.

Proyectamos un PIB global alrededor del 3,25% - 3,50% para el año entrante. Claramente por encima del crecimiento observado en 2012, que a falta de aglutinar algunas regiones, acabará estando próximo al 2,75%.

Eurozona

Las condiciones monetarias se mantienen en zona de tensión en la eurozona. El BCE continúa siendo el principal (cuando no el único) prestador de último recurso con un volumen abierto en el conjunto de operaciones de mercado abierto (préstamos a la banca) superior a los 1,3 trnEUR.

Por su parte, los bancos utilizan parte de este dinero para dar apoyo a sus respectivos gobiernos, acaparando de forma mayoritaria las subastas de bonos que éstos van haciendo para cubrir sus necesidades de financiación. No obstante, en la actualidad, este ritmo de compra de bonos gubernamentales por parte de la banca se ha ralentizado sustancialmente. Ello tendrá un impacto en la evolución inmediata de las primas de riesgo, ya que no seguirán estrechándose hasta que la banca no vuelva a comprar.

De la misma manera, el volumen de créditos al sector privado continúa en tasa de crecimiento 0%, y prevemos una continuidad de esta dinámica (con ciertos altibajos) dado que en la última encuesta bancaria sobre criterios de concesión de créditos no hemos visto señales de flexibilidad.

Muchos piensan que las "espartanas" condiciones monetarias de la eurozona, unido a la persistencia del deterioro en los mercados y las primas de riesgo de la zona, están provocando el hundimiento de las economías periféricas y, con ello, el deterioro de la economía alemana. Esta línea de pensamiento se basa en el deterioro de las encuestas IFO de Alemania observadas en la parte final del año, y concluyen

que, debido al deterioro económico de Alemania, las autoridades teutonas podrían flexibilizar más su postura con respecto al sur.

Sin embargo, no consideran que, debido a factores socioculturales, los indicadores económicos alemanes están muy influenciados por el comercio global (actualmente muy contenido) y que, por lo tanto, tienden a subestimar la fortaleza de los factores internos.

El resultado podría llevarnos otra vez (como ocurrió en las recuperaciones de los años 1990/92 y 2005) a ver unos indicadores económicos a la baja y que finalmente se produzca un ciclo positivo. Por lo tanto, no prevemos una crisis en Alemania, ni tampoco una mayor flexibilidad basada en un hipotético deterioro.

Un elemento que sostiene nuestra tesis de una economía alemana relativamente fuerte en 2013 es la cantidad de dinero acumulado en este país, ya sea por las fugas de capitales o por el inmenso volumen que la banca europea mantiene en sus filiales alemanas. Adicionalmente, a esa ingente cantidad de liquidez en Alemania hay que sumar un acceso total al crédito industrial, según reporte financiero del tercer trimestre, que muestra como solo un 20% de las empresas alemanas reconoce tener un acceso restringido al crédito. Este es un factor a tener en cuenta, y que nos aleja, por lo pronto, de problemas económicos serios en Alemania.

En cuanto al conjunto de la eurozona, hemos defendido desde el inicio de esta crisis que el euro no puede romperse y, por lo tanto, que está aquí para quedarse. Uno de los muchos argumentos que hemos utilizado para defender esta tesis es el elevado grado de interrelación existente entre los países miembros, lo que genera un elevado volumen de intereses (activos y pasivos) cruzados entre los países que comparten la divisa común.

En concreto, estos intereses cruzados ascienden a algo más de 10 trnEUR (el equivalente al 100% del PIB de la región) tal y como demostramos en la siguiente tabla. Y eso no deja

margen para el error, sea del tipo que sea, y uno muy grande sería permitir que el EUR se rompiera y empezar a incorporar las pérdidas por riesgo de redenominación / devaluación.

Intereses cruzados entre países miembros del euro	
Exposición transfronteriza del banco	3,70 trn €
Desequilibrios de Target 2	2,0 trn €
Liquidez en BCE - Operaciones de préstamo	1,10 trn €
Programa de mercado de valores BCE (deuda pública)	212 bln €
Programa de mercado de valores BCE (con cobertura)	69 bln €
Participaciones transfronterizas en Fondos de Inversión (20% renta variable y 40% deuda)	1,65 trn €
Participaciones transfronterizas en compañías aseguradoras y fondos de pensiones (30% de posiciones en renta variable y deuda)	1,09 trn €
Programas de rescate (desembolsados)	237 bln €
Programas de rescate (en preparación)	250 bln €

No obstante, estamos de acuerdo en que una amenaza puede no resultar el argumento más sólido para defender la continuidad del euro, aunque imaginando las consecuencias (incalculables) de su ruptura, uno bien pudiera concluir que, efectivamente, el euro va a continuar.

Por ello, hemos analizado en profundidad todas las acciones adoptadas hasta la fecha durante esta crisis y cómo las autoridades han ido superando, poco a poco, las vicisitudes y los problemas que han acontecido. En definitiva, se trata de llegar a entender lo que ya hemos logrado, y también si eso es suficiente para poder continuar el camino.

De forma muy esquemática, uno debe entender que lo que necesita la eurozona para normalizar la percepción de riesgo, todavía instalada en los mercados internacionales, son mecanismos que reparten el riesgo entre los estados miembros. Es decir, que los compartan. De esta manera, un ahorrador japonés que esté valorando la opción de invertir en activos denominados en euros (léase, un bono

gubernamental de Italia, España o Portugal) lo que necesita saber es si alguien dentro de esta región puede garantizar que su inversión va a llegar a vencimiento. Necesita saber que, en caso de que algo vaya mal en el país donde ha invertido, otro miembro del euro, con una situación crediticia y económica más favorable, cubrirá los riesgos temporales. En este sentido, lo que tenemos a diciembre de 2012 son una serie de instrumentos (ESM, OMT, LTRO o la Integración bancaria) que no son sino instrumentos que nos exponen los unos a los otros. Es decir, instrumentos para compartir riesgos. Esto es, en nuestra opinión, un elemento necesario y favorable para la normalización en la percepción del riesgo internacional, primero, y la normalización de los mercados en la eurozona, después.

Entre las razones que se esgrimen para visualizar un futuro mejor en la región también está el cambio en el *modus operandi* que se ha ido operando en la banca continental durante los últimos 12-14 meses. Hasta finales de 2011, las diferentes sucursales de los bancos europeos hicieron negocios entre ellas pero, a medida que aumentaba la percepción de riesgo de ruptura del euro, esta dinámica cambió y las sucursales alemanas empezaron a invertir su exceso de liquidez en letras del Tesoro alemanas o simplemente a mantener su exceso de reservas en el Bundesbank. Es decir, se quedaba en Alemania lo que antes circulaba por el continente. Los bancos del Reino Unido han sido los que han acumulado las mayores posiciones en bonos alemanes, especialmente desde sus sucursales en Alemania. Esto significa que los particulares no desempeñaron un papel significativo en los desequilibrios de Target 2 como sugería la "teoría de retirada masiva de depósitos bancarios".

Esta tendencia a la acumulación de liquidez y recursos en las sucursales alemanas implicaba un estrangulamiento del crédito en el resto del continente, en general, y en los países del sur, en particular. A medida que los instrumentos desarrollados por las autoridades monetarias y políticas (OMT, ESM, etc.) se han ido poniendo encima de la mesa, la percepción de riesgo se ha ido disipando, provocando un movimiento de vuelta en las dinámicas de acumulación en las oficinas de Alemania.

Ello significa que, poco a poco, las instituciones financieras irán sustituyendo al BCE como único prestador. Es decir, se producirá una vuelta paulatina de la liquidez al mercado de dinero.

Por otra parte, el acuerdo sobre la unión y supervisión bancaria resuelve uno de los déficits institucionales de la UE. El hecho de que sólo vayan a estar sometidos a supervisión directa los bancos que superen los 30 bn EUR no supone, en nuestra opinión, un problema importante. Todo lo contrario: el establecimiento de una normativa común debería reducir el recelo con el que los bancos de un país miran a los bancos del país vecino.

Y así es como vemos el 2013 en lo referente a los mercados. Habrá una reducción considerable en las primas de riesgo de los países más afectados, lo que reducirá los costes de su deuda. Ello es condición necesaria para el inicio de un ciclo económico positivo, aunque reconocemos que no será suficiente. En el frente del crecimiento económico en la región, esperamos un 2013 mejor que 2012, aunque sin experimentar una aceleración significativa. Proyectamos para la región un crecimiento 2013 del +0,5% (desde el -0,5% observado en 2012).

América Latina

Para la mayoría de analistas, 2013 se plantea como el año más desafiante desde 2008 para esta región. Los participantes en el mercado ven un ritmo de crecimiento para 2013 menor al de 2012, basándose en el debilitamiento del entorno global y la demanda externa, así como en la caída de los precios de *commodities* y el giro en el ciclo de crédito local.

No obstante, tenemos razones para mantener nuestras expectativas por encima del consenso, basándonos en la buena marcha (incluso posible sobrecalentamiento) de las economías asiáticas durante 2013.

En 2012, la región ha acabado creciendo a una tasa probablemente inferior al 3%. Sin duda, supone una desaceleración respecto al 4,3% observado en 2011, pero nos sentimos cómodos proyectando un PIB superior para la región en 2013.

A nivel doméstico, aunque pueda haber una ralentización en el crédito, presumiblemente éste seguirá creciendo a un ritmo elevado, ya que la deuda privada aún continúa siendo baja en relación con los estándares internacionales.

A pesar del fuerte repunte del crédito observado en el período 2005-2009, el endeudamiento de las familias en estas economías continúa siendo muy inferior al visto en economías consideradas extremadamente endeudadas.

Por ejemplo, los préstamos hipotecarios en Brasil representan solo el 5% del PIB (muy por debajo del 60% de España en 2009).

Los tipos de interés oficiales de muchas de estas economías se han desplomado literalmente, y probablemente se sentirán los efectos a mediados del 2013. Así mismo, aún hay margen para un relajamiento monetario en algunas economías como Chile, México, etc.

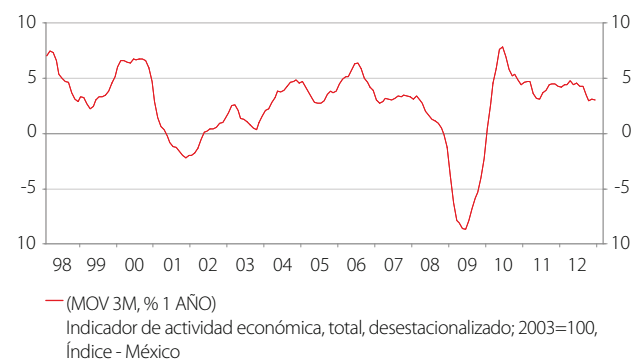
Con todo, en estos países existe un equilibrio "peligroso" entre reservas en divisa y deuda externa. Estos países acumulan reservas internacionales equivalentes al 13% de su PIB. Sabiendo que su deuda pública es en promedio de un 34% del PIB y su deuda externa supone aproximadamente un 50% de la deuda total, esto nos deja una ratio de reservas equivalentes a sólo 1 vez la deuda internacional. Esta cifra, sencillamente, no es buena, y dificulta el acceso a los mercados de deuda internacionales.

Por el lado positivo, el equilibrio presupuestario observado en los últimos tiempos favorece el lanzamiento de estímulos fiscales en la actualidad. Un déficit anual del 3,5% en los últimos 12 meses a escala regional es, ciertamente, un nivel que ya quisieran tener las autoridades europeas, norteamericanas o inglesas.

En definitiva, planteamos para la región una aceleración del crecimiento durante 2013 y nos sentimos cómodos con unas tasas de crecimiento del PIB del 3,0% - 3,25% en la región.

La economía de México se ha librado hasta la fecha de las turbulencias que rodeaban la amenaza del *Fiscal Cliff*. El cuarto trimestre siguió mostrando crecimiento, aunque los índices generales de actividad empezaron a notar el agotamiento en la demanda interna de EE.UU. Dicho agotamiento se ha percibido especialmente en la industria manufacturera mexicana, que ha reducido su ritmo de crecimiento al 1,8% y/y (desde el 3,6% y/y del tercer trimestre).

Indicador de actividad económica - México



Fuente: INEGI

©FactSet Research Systems

A pesar de esta ralentización del cuarto trimestre, la economía acabó el año con un PIB del 3,2% y/y en el cuarto trimestre, gracias a la producción agrícola y a la fortaleza del sector servicios.

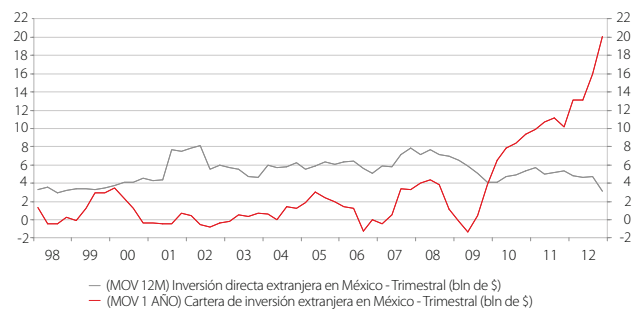
De cara al futuro, el repentino aumento en los indicadores ISM de EE.UU. sugiere que probablemente la actividad en México también se acelerará durante la primera mitad del 2013.

Por otro lado, desde 2009 las importaciones EE.UU. provenientes de México han recuperado los niveles *golden age* registrados en 2002 (niveles cercanos al 12% de todas las importaciones EE.UU.) y, lo que es más importante, parece que lo ha hecho a costa de China.

Creemos que hay razones para pensar que esta dinámica positiva se mantendrá durante 2013 y, probablemente, 2014. Creemos esto por cinco motivos. En primer lugar, un *gap* de salarios (manufactura) con China que ha desaparecido y, por lo tanto, no puede haber pérdida de cuota por menor competitividad. En segundo lugar, unos costes de combustibles globales que se mantienen en niveles muy altos. Esto supone ciertamente una ventaja para quien no tiene que exportar a grandes distancias (como es el caso de México con EE.UU.) y una desventaja para quien tiene que usar grandes buques en travesías transoceánicas (como es el caso de China).

México también se beneficia del *boom* de producción de gas y crudo de esquisto en EE.UU., con la consecuente bajada de los precios de la gasolina. Mientras, en China, los costes energéticos van en aumento. Y por último, los importantes flujos de capital (inversión de cartera) registrados en México durante los últimos 3 años podrían sugerir que la fuerte actividad en exploración y extracción de gas de esquisto en EE.UU. podría estimular un *boom* del gas natural en México similar al que está teniendo lugar en su vecino del norte. Consideren que México podría tener las cuartas mayores reservas de gas y crudo de esquisto del mundo, triplicando sus reservas probadas.

Flujos de entrada de capital en México



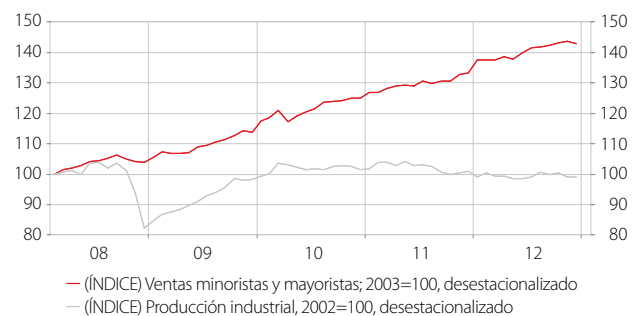
Fuente: Andbank, Banco de México

©FactSet Research Systems

Nuestra previsión de PIB para la economía mexicana en 2013 es de un 3,50%, por debajo del 3,9% promedio que ha registrado durante 2012 y 2011, pero entre los más elevados de la región.

En cuanto a Brasil, el rígido e inestable modelo de crecimiento a dos velocidades persiste en este país. El consumo privado parece llevar el peso del crecimiento mientras que la debilidad en la actividad industrial es ya una cuestión perenne (lo que sugiere que la inversión directa, tanto privada como extranjera, brilla por su ausencia).

Consumo frente a manufacturas - Brasil (índice)



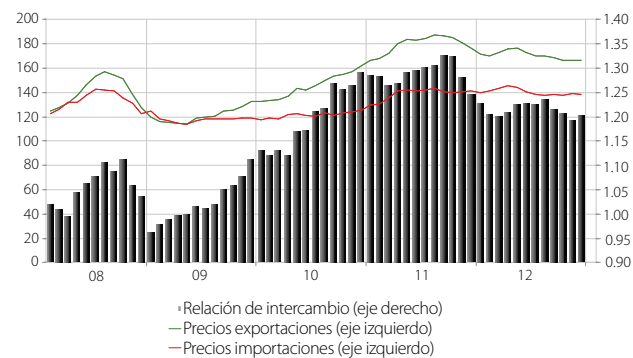
Fuente: IBGE

©FactSet Research Systems

¿Cómo puede continuar creciendo el consumo privado? Es la pregunta que todos se hacen. ¿Podrá seguir? ¿Durante cuánto tiempo?

Cuando el comercio global disminuyó (y el precio de muchas *commodities* también cedió), asistimos a la desaparición de un factor clave que apoyaba el consumo brasileño. Los Términos del Comercio se deterioraron, y dejó de existir ese *extra-cash* que financiaba el modelo.

Términos del comercio - Brasil (precios exportaciones frente a importaciones)



Fuente: FUNCEX

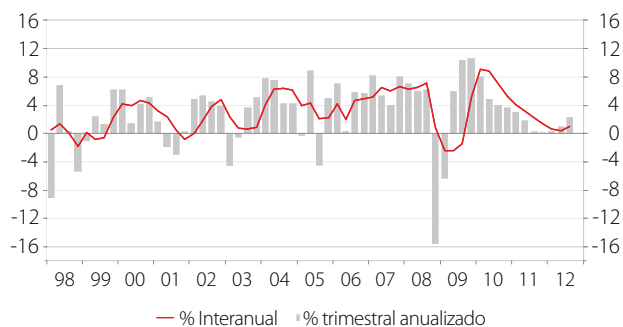
©FactSet Research Systems

¿Y entonces? ¿Cómo puede mantenerse el ritmo de consumo sin este factor externo? En este punto, solo hay una explicación. Se debe a la combinación de estímulos fiscales y monetarios en Brasil que están promoviendo el gasto doméstico.

¿Dónde nos deja esto? ¿Es posible seguir bajando los tipos para estimular la economía? Sospechamos que tras el recorte del Selic en 525 p.b hasta el mínimo histórico del 7,25% (durante el pasado año), el banco central ha alcanzado el final de este ciclo de bajadas de tipos.

Sin estímulos monetarios, y la persistencia de unas materias primas más estables (y por lo tanto en los términos del comercio para Brasil), va a ser difícil que se produzca una aceleración importante del PIB.

PIB Brasil



Fuente: IBGE

©FactSet Research Systems

Sólo vemos como un factor importante de crecimiento en Brasil el potencial giro positivo en Asia. Algo que proyectamos en nuestra visión. Esta dinámica en Asia, aunque no provoque necesariamente un efecto precios significativo (en las materias primas), sí provocaría un efecto volumen en las exportaciones de la economía brasileña, lo que ayudará en general al conjunto de la economía. Planteamos un 2013 en donde el PIB de este país podría alcanzar una tasa del 3% (muy por encima del 0,9% observado en 2012, aunque lejos del 7,5% observado en 2010 y el 4% promedio de la última década).

Chile y Perú pertenecen a ese reducido grupo de países que nosotros llamamos "económicamente responsables", por haber basado su avance en el campo de la disciplina fiscal. Este factor es importante, sobre todo si se enmarca en una región en la que, durante el transcurso del siglo XX, estos países se ganaron la reputación de ser poco disciplinados en las finanzas públicas. Ese comportamiento fiscal desempeñó un papel importante en los innumerables episodios de aumento de la deuda, hiperinflación e impagos.

Chile estableció la “Ley de Estabilización fiscal” en 2000, y desde entonces fija un gasto público estructural no superior al 0,5% del PIB. Del mismo modo, estableció una política industrial centrada en el cobre que le ha permitido acumular 15 bn USD de ahorro en su Fondo de Estabilidad Económica y Social. El equivalente al 6% de su PIB.

Perú también ha ejercido esa “responsabilidad” fiscal, limitando el déficit público al 1% de su PIB y poniendo un tope a los aumentos de gasto durante los ciclos alcistas. Dichos superávits se acumulan en un fondo (FEF) que cuenta actualmente con 5 bn USD (casi el 4% de su PIB).

La demostración de que estos países aplican políticas anticíclicas, que les permiten ahorrar durante los ciclos alcistas, y gastar en períodos de recesión, es que en la última década, el *output gap* y el *spending gap* han mostrado una correlación negativa durante el 63% del tiempo.

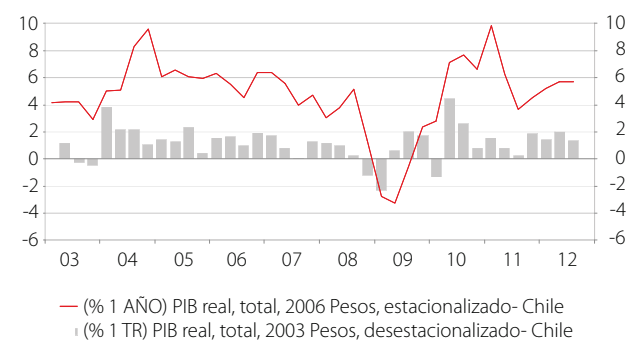
Otra manera de demostrarlo es mediante el *revenue gap*, según el cual (sobre todo en el caso de Perú) la variabilidad de los ingresos fiscales ha sido mucho más pronunciada que la variabilidad del PIB (siempre en la misma dirección), lo que sugiere que en pleno ciclo económico, el gobierno aumenta la presión fiscal para frenar la economía, evitar desequilibrios y burbujas y, de paso, generar un superávit fiscal (ahorro) que le permita compensar futuras caídas en la actividad privada.

Por todo ello, planteamos Chile y Perú como las dos opciones mejor valoradas para invertir a largo plazo en Latinoamérica. Prevemos que mantendrán una reducida volatilidad en sus PIBs (más estabilidad), menores niveles de endeudamiento, menor *crowding out effect* y, por lo tanto, tienen más potencial de crecimiento, que a su vez se verá retroalimentado por las continuadas entradas anuales de inversión directa extranjera (equivalentes al 6,4% del PIB en el caso de Chile y al 4,5% en el caso de Perú).

En nuestras estimaciones de PIB, prevemos que Chile siga creciendo en 2013 por encima del 5,5% (muy superior

a su promedio de 10 años del 4,5%). En cuanto a Perú, proyectamos una tasa de PIB del 6,3% (o más), en línea con el promedio de 10 años.

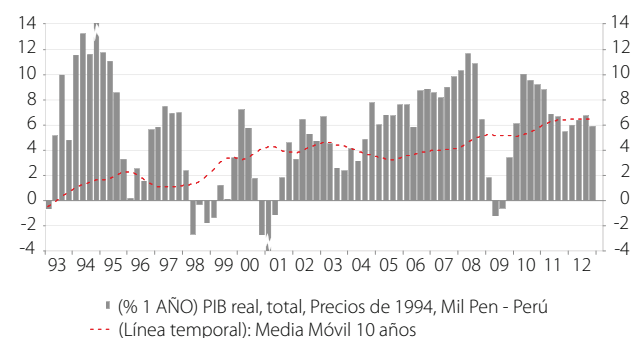
PIB Chile



Fuente: Banco Central de Chile

©FactSet Research Systems

Crecimiento real del PIB - Perú



Fuente: Banco Central de la Reserva del Perú

©FactSet Research Systems

Argentina ha mostrado ciertos síntomas de estabilización en su economía en la parte final de 2012. Las cifras oficiales de PIB (siempre inexactas) así lo mostraron, pero otras medidas alternativas para calibrar las dinámicas de actividad también apuntan en esta dirección. Estas medidas sugieren que la tasa de crecimiento a finales de 2012 (principios de 2013) es del 0,2% y/y que, aunque escasa, supone dejar atrás la contracción observada durante el tercer trimestre de 2012.

A pesar de este ligero cambio positivo, nos quedan dudas sobre su composición y, por lo tanto, sobre su continuidad, ya que el giro fue mayoritariamente provocado por una anormal aceleración de la producción agrícola (al igual que ha ocurrido en otros países de la región). Sospechamos que dicha aceleración se debe a un importante efecto base, tras los graves problemas climatológicos que paralizaron muchas de las cosechas de la región. Revistas especializadas señalan que la secuencia climatológica de los dos últimas campañas ha sido verdaderamente dañina para el negocio agrícola, lo que da pie a muchos episodios de producción escasa, amplificando después las variaciones trimestrales por el efecto base. Variaciones que no tuvieron continuidad.

Otro aspecto que nos hace dudar sobre la continuidad de la mejora de los índices de actividad general es que la industria y la construcción siguen mostrando debilidad. Ambos sectores registraron cifras de contracción en la parte final de 2012 y se nos hace difícil pensar en un cambio repentino a corto plazo.

Más allá de los problemas en la estructura económica del país, creemos que actualmente la principal amenaza sigue siendo la incapacidad de las autoridades para controlar la evolución de los precios. Las cifras oficiales de inflación se nos antojan engañosas, con una publicación que apunta a unos precios que se aceleran a una tasa del 10% anual. Según fuentes consultadas, tomando como referencia las cifras publicadas desde las diferentes provincias, los precios se estarían acelerando por encima del 25%, y eso es un problema mayúsculo.

Dicha evolución desemboca en el hundimiento de los salarios reales y, por tanto, hunde también la confianza del consumidor. Fruto de todo ello podría ser la continua desaceleración en las tasas de crédito, lo que a su vez augura que el consumo privado doméstico no podrá acelerarse a corto y medio plazo.

La evidencia de que el problema de la inflación está ahí la tenemos en la imposición establecida por el gobierno de congelar los precios en supermercados durante los primeros compases del 2013 (inicios de febrero). Esta es la respuesta que el gobierno decidió dar, muy en la línea de los sucesivos gobiernos de limitar la libertad de mercado (como en el caso de la adquisición de divisas). Una libertad de mercado que parece estar desbocada y que, de no actuar, posiblemente se convertiría en un factor desencadenante. En cualquier caso, esta es una situación a la que, desde Andbank, estamos convencidos de que nunca debe llegarse.

Una muestra de la preocupación con la que se ve desde fuera a esta economía la tenemos en el tipo de cambio no-oficial, que continúa su particular divergencia respecto a los niveles "oficiales", estrechamente controlados. El tipo oficial de cambio está alrededor de los 5 pesos por USD, mientras que el tipo de cambio en el mercado negro estaría en 7-8 pesos por USD (un 40% de infravaloración del peso argentino respecto a la cotización oficial). Sin duda, la inflación descontrolada y la aparente persistencia en la fuga de capitales estarían provocando esta evolución (natural) en el mercado negro. Sea como fuere, todo lo mencionado provoca una sobrevaloración sin precedentes del peso oficial, que a su vez amplifica los problemas de competitividad externa derivados de dicha sobrevaloración.

Por si no fuera poco, el país mantiene una nube amenazante sobre su territorio tras el episodio legal iniciado en un tribunal de Nueva York en el que se produjo una primera sentencia desfavorable, y que podría desembocar en un nuevo *default*. Esta sentencia tuvo que ser recurrida por el Gobierno de la señora Fernández. En espera de que esta sentencia sea firme, Argentina ha seguido sufriendo todos

los problemas derivados de la incertidumbre respecto a su obligación de honrar la deuda de los *hold-outs* que no acudieron al canje. De confirmarse la sentencia, se abriría una nueva brecha fiscal de unos 3bn USD, que según fuentes podría desencadenar una oleada de nuevas demandas que podrían superar los 20 bn USD.

Claro está, el mercado se siente inseguro respecto a las consecuencias de esta posibilidad, ya que pondría en entredicho la capacidad global de pago del Gobierno de la Sra. Fernández. La ansiedad, siempre presente, en espera de la sentencia definitiva (que tendrá lugar en marzo de 2013), ha provocado un aumento sustancial en las primas de riesgo de los bonos del país, lo que a su vez aumenta los costes de la deuda y, por consiguiente, amplifica el ajuste necesario en las políticas de gasto público. Un círculo vicioso que desemboca en una situación procíclica de acentuación de los problemas.

En definitiva, existen unas dinámicas de actividad en Argentina que han dado cierta muestra de estabilización en la parte final del año 2012, pero también una realidad que alberga todavía muchísimas incógnitas. Nuestra visión relativamente optimista para la región en 2013 hará que también Argentina se beneficie, aunque por descontado, no creemos que Argentina sea de los países que arroje un mejor comportamiento.

Estados Unidos

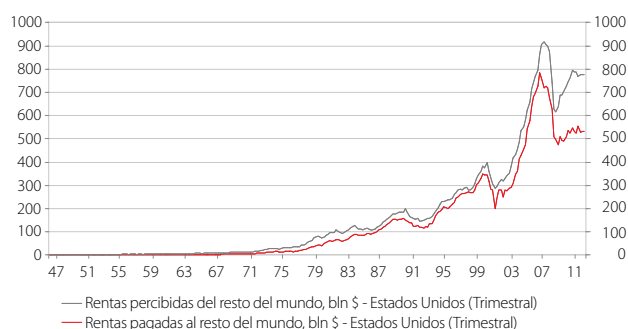
El país que controla la divisa de reserva debe asegurar la liquidez doméstica pero también la liquidez global. Por ello, EE.UU. necesita incurrir en déficit por cuenta corriente porque es el único mecanismo de suministro de dólares en el mundo. Para que la balanza de pagos cumpla la premisa de estar en equilibrio, debe entrar dinero externo para financiar ese déficit comercial. Eso se consigue mediante la venta de obligaciones del Tesoro. Es decir, endeudándose. Además, el país que controla la divisa de reserva también debe proveer activos denominados en esta moneda a los banqueros

centrales que han ido acumulando reservas internacionales (fruto de su superávit comercial, o déficit comercial de EE.UU.) y, por lo tanto, debe incurrir en deuda externa. En conclusión, EE.UU. debe endeudarse con el exterior. Deben tener mucha más deuda externa que el resto de países. Por ello, comparar la eurozona con Estados Unidos en términos de deuda tiene poco sentido.

El mensaje que quiero trasladar con este argumento es que no debemos ponernos muy nerviosos al ver las dinámicas de endeudamiento de esta economía. Debemos entender que una gran parte de ese endeudamiento es necesario, obligatorio y saludable para el buen desarrollo de la economía global.

Sin embargo, las dudas sobre la sostenibilidad de ese volumen de deuda persisten. Claro está, más deuda supone más intereses a pagar y eso, tarde o temprano, puede poner en dificultades la capacidad de pago de la nación. Siempre recuerdo a los lectores que el grado de sostenibilidad de una deuda no tiene que ver con el saldo vivo de esa deuda, sino con la diferencia entre los intereses a pagar por la deuda y los intereses (o rendimientos) recibidos por las inversiones que realizas, precisamente, con ese dinero que se recibe prestado. Deben ustedes saber que nunca en la historia de EE.UU. el "Net investment Income Account" fue tan positivo. Estados Unidos paga 527 bn dólares en intereses por la deuda, pero recibe 775 bn de dólares en concepto de intereses y dividendos por sus inversiones en el exterior. Esto es un flujo neto positivo de 250 bn de dólares anuales (ver gráfico inferior).

Balanza de pagos - cuenta de rentas de inversión EE.UU. (tasa anual desestacionalizada)



Fuente: U.S. Bureau of Economic Analysis

©FactSet Research Systems

Dicho esto, uno debe concluir que, para EE.UU., endeudarse le resulta altamente lucrativo, por lo que el modelo es, por sí solo, sostenible. No obstante, si analizamos EE.UU. no como un jugador individual, sino como una entidad compuesta por diversos participantes, y miramos cuán desigualmente se han distribuido estos "beneficios", debemos concluir que la actual organización social y económica no es sostenible. Pero eso es política, no economía.

Pero el *driver* que definirá el futuro a medio y largo plazo de la economía de EE.UU. es la interacción entre la actividad privada y pública. Para poder establecer con qué intensidad actuará cada agente no tenemos más remedio que valorar los actuales niveles de endeudamiento. Ya lo hemos hecho para el sector público. Hagámoslo ahora para el sector privado.

La deuda privada total se sitúa en alrededor de 40 trn USD (de los que unos 12 trn corresponden a las familias, 15 trn a la banca y 13 trn al resto de empresas no financieras). Dicha deuda privada se está reduciendo (algo positivo) a una tasa del 9%, la misma a la que está evolucionando el déficit público. Ahí tienen la interacción. El gobierno compensa la parálisis del sector privado motivada por el proceso de despalancamiento.

La deuda privada debe seguir reduciéndose. Lo que nos deja ante una actividad de consumo e industria ciertamente débiles. En nuestra opinión, la necesidad futura de reequilibrio del déficit hará que parte del gasto público sobre el PIB también se reduzca.

Por lo tanto, en ausencia de un relevo por parte del sector privado a las dinámicas irreversibles de reducción paulatina del déficit, no queda más remedio que plantear unas dinámicas de PIB sub-par durante un largo periodo de tiempo.

Los inversores están preocupados por un ajuste fiscal masivo derivado del posible abismo fiscal. Esto conduciría inevitablemente a una recesión y las consecuencias en los mercados financieros podrían ser devastadoras.

En primer lugar, a nadie le interesa personalmente en Washington provocar un ajuste fiscal del 4,5% sobre el PIB (que sería altamente perjudicial para la demanda de los consumidores, la inversión, los bancos en dificultades, los gobiernos, etc.). Por lo tanto, colectivamente tampoco existe interés en no alcanzar un acuerdo. Por esta razón, consideramos inconcebible que no se logre alcanzar un acuerdo sobre el abismo fiscal.

Suponiendo que finalmente se impongan los postulados de Obama y que los impuestos aumenten en esos 1,5 trn USD en 10 años (150 bn USD al año), ello equivaldría a un ajuste fiscal de menos del 1% del PIB que, junto con la reducción programada del gasto público, se traduciría en un ajuste total del déficit del 2% anual. Demasiado reducido como para suponer un grave obstáculo para la recuperación.

Seguimos planteando un escenario de crecimiento sub-par a lo largo de la próxima década, con un PIB promedio que puede situarse entre el 1% y el 2%. Para 2013 nos situamos en la parte alta de ese rango (más cercanos al 2%).

Economías Emergentes de Asia

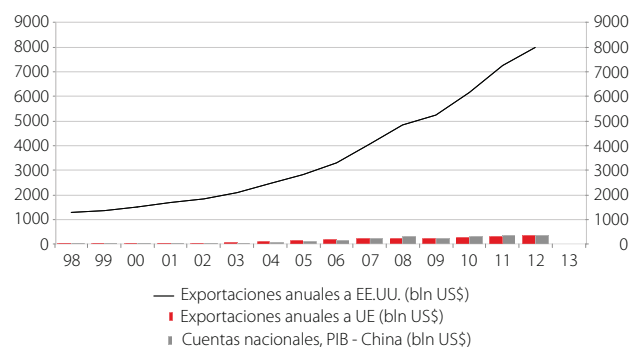
Los países asiáticos han sido efectivos en el uso de instrumentos para acelerar o reducir el ritmo de actividad, lo que sugiere que ahora son mucho más autónomos de lo que podemos pensar. Existe un tipo de patrón en el uso de ejecución de presupuesto que significa que estas economías aplican un criterio anticíclico, lo que explicaría la reducción de la actividad económica en el 3r T de 2012 y, lo que es más importante, apunta que estas economías tienen capacidad para hacer uso de este instrumento y acelerar la actividad cuando ésta dé muestras de debilitamiento.

Adicionalmente, la región muestra los ratios de deuda más bajas del mundo y, aún más importante, los ahorros del mundo están en sus manos, acumulando casi un 65% de las Reservas de Divisas Globales. Esta cifra representa más del 40% de su PIB anual, lo que sugiere una alta capacidad para intervenir en la economía cuando sea necesario sin tener que incrementar la deuda internacional.

Las elevadas reservas en divisa extranjera son un muy buen indicador de la fortaleza de la moneda local, ya que reflejan el apoyo detrás de esa moneda, lo que sugiere que las Inversiones Extranjeras Directas probablemente continuaran fluyendo hacia esas economías. Este es, sin duda, otro factor para el optimismo en la región.

A nuestro juicio, la combinación de estos tres factores (bajo nivel de deuda, altos ahorros y excesiva acumulación de reservas) favorecerá las dinámicas económicas, aunque la mayoría de los participantes en el mercado considera aún que estas economías son "altamente dependientes" de Occidente. Tenemos razones para creer que esta supuesta dependencia no es tal (o al menos, no es tanta como algunos sugieren). La prueba de ello está en la participación de Occidente en las exportaciones de estas economías. Con un elevado grado de homogeneidad, estos países exportan a Europa (el destino de mayor volumen) apenas el 3,8% de su PIB, y otro tanto a EE.UU.

China - Exportaciones a UE y EE.UU.



Fuente: Oficina Nacional de Estadísticas de China

©FactSet Research Systems

Y si bien es cierto que la evolución de sus exportaciones hacia Occidente se está reduciendo (-1% interanual), las exportaciones de estos países a otros países de la región (es decir, el comercio entre ellos) está creciendo a una tasa del 11% anual, y estas dinámicas están en plena aceleración.

En definitiva, el comercio intraregional (entre mercados emergentes) ha sustituido al interregional. La actividad económica fue lo suficientemente fuerte para permitir que los ingresos disponibles per cápita crecieran a un ritmo significativo durante todo 2011 (y probablemente durante 2012). El sobrecalentamiento de 2010 empujó a estos gobiernos hacia un ciclo de políticas monetarias muy restrictivas durante 2010 y 2011. Ahora están relajando sus políticas monetarias y podríamos ver los resultados durante 2013.

El *bank tightening* se está reduciendo gradualmente. El último IIF sugiere que los ratios en *Non Performing Loans* (NPL) han mejorado considerablemente en la región, lo que deja un gran margen para iniciar un ciclo de facilidad en el crédito. La combinación de todos estos factores convierte a esta región, a nuestro entender, en la más sólida del mundo. En resumen, prevemos una aceleración del ritmo. Si nos equivocamos, será por defecto. Consideramos que los riesgos de recalentamiento son mayores que los riesgos de recesión.

Recomendamos incrementar la exposición en la región a través del mercado de renta variable, deuda gubernamental en moneda local y divisas.

Previsión para los mercados financieros en 2013

Tipos de interés y mercado de bonos gubernamentales

No cambiamos ni el rango de oscilación para los bonos a 10 años del Tesoro ni del bund alemán. Mantenemos el área de actuación para estos activos en el rango 1,50% - 2,50%.

Nuestra idea de un "mundo desinflacionario" planteada en nuestras "Perspectivas Económicas Internacionales para 2013" nos hace pensar en un nivel de rentabilidad estructuralmente bajo para estos dos activos.

La regla sigue siendo comprar en el 2,5% de rentabilidad y vender en el 1,50%.

Riesgo Soberano (periferia europea)

En cuanto al desenlace de la crisis del euro, nos mantenemos optimistas. Lo que nos debemos preguntar es si la región puede articular suficientes mecanismos de distribución del riesgo para crear la estabilidad necesaria y continuar avanzando en la integración.

En este sentido, lo que tenemos a día de hoy (cierre de 2012) es, un fondo ESM o Mecanismo Europeo de Estabilidad, un programa OMT u Operación Monetaria de Compra y venta y un acuerdo sobre la unión bancaria. Estos son, simple y llanamente, mecanismos para distribuir ese riesgo.

De esta manera, un inversor extranjero (asiático) puede comenzar a percibir que si algo va mal en su inversión en Italia, los países del norte de Europa, a través de estos mecanismos, aumentarán su exposición en Italia (por poner un ejemplo) para compensar cualquier pérdida temporal derivada de un problema en los mercados.

La combinación de estos tres factores aportan muchos de los beneficios de los ansiados Eurobonos, como, entre otros, un cierto grado de distribución del riesgo que debería reducir los costes de la deuda soberana y aportar estabilidad en el sistema bancario, una transmisión más uniforme de la orientación monetaria y un entorno con menos tensión financiera que facilite la integración. Recomendamos estar estructuralmente largos en bonos de Italia, España y Portugal, y aprovechar los episodios de estrés en las primas de riesgo de éstos para acumular exposición.

Renta Fija Corporativa

Los bonos corporativos (no financieros) acabaron 2012 en niveles de sobre precio (según nuestra opinión).

Incluso los bonos financieros (con todas las cuestiones que siguen suscitando) se encuentran en niveles propios de bonos industriales, más estables.

Nuestra visión para estos activos de riesgo sugiere una ampliación de los diferenciales desde los niveles de cierre de año (con el Itraxx en euros a niveles de 110 pb y el CDX en USD por debajo de 95 pb).

Consideramos que habrá mejores momentos para entrar en estos activos. Recomendamos esperar hasta niveles de 150 puntos básicos de diferencial en los bonos de renta fija corporativa en euros (medidos por el Itraxx) y de 125 pb para los bonos de empresa denominados en USD (representados por el índice CDX americano).

Renta Variable

Los analistas consideran que los beneficios de las empresas de Estados Unidos crecerán a un ritmo del 9,7% en 2013, mientras que las empresas europeas lo harán a una tasa superior del 11,6%. Sin embargo, antes de tener en cuenta las estimaciones de los analistas para calcular el "valor justo" de las acciones, debemos recordar que sus previsiones

cambian continuamente, por lo que nos vemos obligados a plantear nuestras propias estimaciones de beneficios.

Al hacerlo, deberemos tomar en consideración la exposición actual de las ventas de las empresas a las diferentes regiones, nuestras proyecciones de PIB nominal para cada región, así como la inflación y el comportamiento de las divisas en esos mercados. Nuestros resultados (basados en nuestras propias estimaciones económicas) indican una previsión de crecimiento en ventas del 6,44% para las empresas del S&P y del 4,72% para las empresas del Eurostoxx 600 (Europa). Esto en cuanto a la variación de ventas. Después proyectamos la evolución de los márgenes para obtener finalmente el crecimiento previsto en beneficios. El resultado es del 2,49% y 11,5% de crecimiento en beneficios en EE.UU. y Europa, respectivamente.

Después debemos realizar un ejercicio sobre los múltiplos, para saber si se expandirán, contraerán o permanecerán estables. Para ello tomamos una ratio que relaciona crecimiento real e inflación. El FMI estableció en su día que cuando el mercado percibe que el crecimiento real supera a la inflación (mayor aceleración en la actividad que en los precios), ello coincide con una expansión de los múltiplos.

Utilizando nuestras propias perspectivas económicas para establecer la variación de PIB real en ambas regiones y la inflación, el resultado ha sido de una mejora de esa ratio en Europa, mientras que en EE.UU. esa ratio no sufrió variaciones.

En este sentido, prevemos una expansión de múltiplos en Europa y que se mantengan en EE.UU.

Una vez establecida la evolución prevista en los múltiplos durante 2013 y determinado el ritmo de crecimiento de los beneficios (y por tanto el beneficio por acción de 2013), obtenemos el valor teórico de ambos índices (S&P y Stoxx600 Europe). Incluyendo toda esta nueva información sobre la dinámica global, fijamos el valor objetivo para S&P en 1420, (muy cerca del nivel de 1345 que defendemos

desde hace tiempo), y un valor objetivo para el Stoxx600 en Europa de 320 (significativamente más alto que el nivel objetivo para 2012 de 245). En resumen, planteamos una apreciación potencial del 2% para el S&P en 2013 y del 17% para el mercado europeo de renta variable (medido por el Stoxx600).

Para los países emergentes planteamos también un año en positivo, respaldados por una disminución gradual de los riesgos de redenominación en Europa, el alargamiento de los deadlines en el tema del *Fiscal Cliff* y la buena perspectiva económica que tenemos de ellos para 2013. No obstante, seguimos pensando que la situación económica global continuará siendo frágil en términos generales. Y aunque proyectamos un mayor ritmo de actividad y del PIB mundial (desde el 2,75% de 2012 hasta un 3,5% en 2013), sigue siendo un ritmo inferior al potencial y con muchos episodios de estrés en la arena política occidental.

Todo ello debería limitar el desarrollo de una tendencia alcista significativa. Por ello, nos sentimos cómodos planteando subidas en las bolsas emergentes, pero de un solo dígito. Esto es, de entre un 5% y un 10%.

Deuda Emergente Gubernamental

La aplicación de políticas anticíclicas mediante el uso efectivo de la ejecución presupuestaria, la mayor capacidad para frenar o acelerar el ciclo, las ratios de deuda más bajas (sobre todo en Asia) y, lo que es más importante, la ingente cantidad de reservas internacionales en sus manos (también especialmente en el caso de Asia), que ascienden al 65% de las reservas globales (más del 40% del PIB de la región de Asia Emergente), implica una gran capacidad para intervenir en la economía cuando sea necesario sin tener que acudir a los mercados de deuda internacional.

Así mismo, el alto nivel de reservas es un muy buen indicador de la fortaleza de la moneda local, y sugiere que la inversión directa extranjera fluye, y probablemente continuará haciéndolo, hacia estas economías.

Ante el desarrollo reciente de estas dinámicas, los inversores internacionales (especialmente occidentales) han ampliado sus posiciones en las obligaciones de estos gobiernos. En el año 2009, estos inversores extranjeros acumulaban en sus carteras el 10% de todas las emisiones de los gobiernos emergentes asiáticos. Tan solo 3 años después, los inversores internacionales han doblado su posición y mantienen en sus carteras el 20% del saldo vivo de la deuda de estos países.

Nuestra proyección es que, tarde o temprano, los inversores internacionales acapararán más del 50% de estos bonos, lo que supone una fuerte presión alcista sobre su precio.

Planteamos, por lo tanto, un 2013 en el que estas dinámicas provocarán una nueva convergencia de las rentabilidades de estos emisores emergentes con la del bono del Tesoro americano. Esta convergencia supone, de facto, una reducción de las rentabilidades, lo que se traduce en un aumento en el precio.

Planteamos 50 pb de convergencia para los bonos de gobiernos Asiáticos (en promedio), y unos 25 pb de convergencia para los bonos estatales de Latinoamérica. Lo que nos da un comportamiento esperado (entre cupón y precio) del 6% - 8%, respectivamente. Recomendamos la inversión en moneda local.

Materias Primas

No recomendamos estar largos de forma estructural (gestión pasiva) en índices generales de materias primas.

Desde una perspectiva histórica, ninguna de las materias primas ofrece una oportunidad clara de compra. Solo el gas, y ahora el carbón, parecen haber mantenido una evolución en precio más modesta durante los últimos diez años.

Consideramos que habrá mejores momentos de entrada para invertir en índices genéricos.

Los precios agrícolas han bajado por término medio un 14% desde agosto. Creemos que los precios podrían disminuir un poco más a corto plazo, pero las caídas se limitarían a esta fase tras sus recientes retrocesos.


Las *commodities* preferidas, en nuestra opinión y por familias, son Energía (en especial gas) y Agrícolas (siendo el favorito el algodón). La energía, en promedio, ha experimentado un aumento en precio del 4% anual durante la última década (por eso consideramos que no está cara). Pero dentro de energía, debemos diferenciar entre petróleo (que, tras llevar creciendo a una tasa del 10% durante los últimos 10 años, consideramos que está caro, con un objetivo de *fair value* de 85) y el resto (gas y carbón), que, por razones de oferta, han mantenido ritmos mucho más razonables. Entre estos dos, preferimos el gas, cuyo precio no ha crecido en los 10 últimos años, pero también porque puede jugar un papel estratégico en el futuro.

Evitar metales preciosos (históricamente altos, y caros, se mire por donde se mire). Y evitar también Minerales en general (en especial el cobre, que ha crecido a tasas del 17% anual durante 10 años).

Divisas

Teniendo en cuenta todos los factores que condicionan el cruce euro/dólar (tensiones en Europa, acumulación global de la moneda de reserva, posición corta del euro, perspectivas de balance de cuenta corriente de Estados Unidos, *Fiscal Cliff*, etc.), estimamos una tendencia a largo plazo de apreciación del euro frente al dólar, con un objetivo de 1,40.

Nos mantenemos muy optimistas sobre las divisas asiáticas (frente al USD y al EUR) por todo lo comentado anteriormente y por el creciente flujo en inversión de cartera e inversión directa extranjera hacia estas economías. Todo esto, al fin y al cabo, supone una mayor demanda de estas divisas.



Preferimos THB, IDR, PHP, MYR y Renminbi. Evitar los más relacionados con el JPY. Es decir, el KRW y el TWD.

Evitar el JPY. En especial, prevemos una fuerte pérdida en el valor de la divisa nipona en su cruce con el euro.

4. Informe de Auditoría



KPMG S.L.
Edificio Centre de Negoci
Miquel Cerqueda i Escaler 8
AD700 Escaldes Engordany
Principat d'Andorra

Informe del auditor independiente

(Traducción libre del original en catalán. (véanse Notas 2 y 25)
En caso de discrepancia prevalecerá la versión en catalán)

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

Informe de Auditoría de los Estados Financieros Consolidados

Hemos auditado los estados financieros consolidados de Andorra Banc Agricol Reig, S.A. (el "Banco") y sociedades dependientes (el "Grupo") que incluyen el balance de situación consolidado a 31 de diciembre de 2012 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 Consolidados

Los Administradores del Banco son responsables de la preparación de los estados financieros consolidados mostrando la imagen fiel de acuerdo con el Plan Contable del Sistema Financiero Andorrano y del control interno en la medida en que los Administradores consideren necesario para permitir la preparación 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. Nuestra auditoría ha sido realizada de acuerdo con las Normas Internacionales de Auditoría. Estas normas requieren el cumplimiento de requisitos 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 correspondientes. 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 por 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 Banco 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 Banco. 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 del Banco, 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 Agrícola Reig, S.A. y sociedades dependientes a 31 de diciembre de 2012, de los resultados consolidados de sus operaciones y de los recursos obtenidos y aplicados consolidados correspondientes al ejercicio anual terminado en dicha fecha, de conformidad con los principios y normas contables generalmente aceptados establecidos en el Plan Contable del Sistema Financiero Andorrano.

KPMG, SL



Albert Rosés Noguera

22 de marzo de 2013

KPMG S.L., societat andorranesa de responsabilitat limitada, és una entitat afiliada a KPMG Europei LLP i membre de la xarxa KPMG de firmes independents afiliades a KPMG International Cooperative ("KPMG Internacional"), societat suïssa.

Inscrita al Registre de Societats del M.I. Govern amb el número B045, Llibre 5-61, foli 145 x 152, N.R.T. L703207-2

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 25). En caso de discrepancia, prevalece la versión en lengua catalana.

***Fe de errata:** La información contenida en las páginas 54, 55 y 57 referente a la subsidiaria en Hong Kong no son correctas, ya que la entidad es una sociedad de responsabilidad limitada, y no una oficina de representación. Dicha sociedad está domiciliada en Hong Kong y no en Luxemburgo.*

Balances de situación consolidados a 31 de diciembre de 2012 y 2011

Expresados en miles de euros

ACTIVO	2012	2011
Caja y bancos centrales de la OCDE	42.197	39.892
INAF (nota 22)	210	210
Intermediarios financieros a la vista, bancos y entidades de crédito (notas 4 y 5)	537.038	411.816
Bancos y entidades de crédito	537.463	412.082
Otros intermediarios financieros	-	-
Fondo de provisión para insolvencias	(425)	(266)
Inversiones crediticias (notas 4 y 6)	1.792.920	1.684.136
Préstamos y créditos a clientes	1.673.952	1.577.283
Descubiertos en cuentas de clientes	140.642	122.732
Cartera de efectos de clientes	10.550	11.815
Fondo de provisión para insolvencias	(32.224)	(27.694)
Cartera de valores (notas 4 y 7)	993.937	940.059
Obligaciones y otros títulos de renta fija	984.488	922.282
Fondo de provisión para insolvencias	(3.256)	(3.455)
Fondo de fluctuación de valores	(9.891)	(7.605)
Participaciones en empresas del grupo	3.474	3.523
Fondo de fluctuación de valores	(50)	(50)
Otras participaciones	4.781	4.987
Acciones y otros títulos de renta variable	290	457
Organismos de inversión	16.232	21.988
Fondo de fluctuación de valores	(2.131)	(2.068)
Diferencias positivas de consolidación (nota 8.b)	33.664	33.951
Activos inmateriales y gastos amortizables (nota 8.a)	14.161	13.053
Activos inmateriales y gastos amortizables	47.482	42.963
Fondo de amortización	(33.321)	(29.910)
Activos materiales (nota 8.a)	133.681	128.522
Activos materiales	215.223	200.424
Fondo de amortización	(72.031)	(68.582)
Fondo de provisión para depreciación del activo material	(9.511)	(3.320)
Cuentas de periodificación	56.764	46.669
Intereses devengados y no cobrados	54.643	43.818
Gastos pagados por anticipado	2.121	2.851
Otros activos (Nota 13)	96.449	69.349
Operaciones en curso	24.966	15.006
Existencias	13	13
Opciones adquiridas	28.373	4.446
Otros	41.699	49.884
Impuestos	1.398	-
TOTAL ACTIVO	3.701.021	3.367.657

Las notas 1 a 25 adjuntas forman parte integrante de estos estados financieros consolidados.

Expresados en miles de euros

PASIVO	2012	2011
INAF (nota 4)	1.278	1.034
Acreedores (nota 4)	3.029.557	2.761.020
Bancos y entidades de crédito	447.949	157.653
Otros intermediarios financieros	1.102	-
Depósitos de clientes	2.580.506	2.603.367
Deudas representadas por títulos (nota 4)	68.149	8.815
Fondo de provisión para riesgos y cargas (nota 9)	9.885	13.581
Provisiones para pensiones y obligaciones similares	6.701	6.459
Otras provisiones	3.184	7.122
Pasivos subordinados	-	-
Fondo para riesgos generales (nota 11)	4.193	2.300
Cuentas de periodificación	23.595	22.993
Gastos devengados y no pagados	22.694	21.313
Ingresos cobrados por anticipado	901	1.680
Otros pasivos (Nota 13)	118.095	114.765
Dividendos pendientes de pago	102	-
Operaciones en cursos	27.660	17.769
Opciones emitidas	3.392	1.144
Proveedores y otros acreedores	86.941	95.852
Capital social (nota 11)	78.061	78.061
Capital suscrito	78.061	78.061
Reservas (nota 11)	330.126	310.842
Reserva legal	15.612	15.612
Reservas en garantía	20.900	21.619
Reservas estatutarias	-	-
Reservas voluntarias	149.322	131.965
Reservas de consolidación	12.363	8.405
Reservas de revalorización	61.912	63.242
Primas de emisión	69.999	69.999
Diferencias de conversión	18	-
Resultados (notas 10 y 11)	38.082	54.246
Resultado del ejercicio	56.581	54.246
Dividendos a cuenta	(18.499)	-
Intereses minoritarios	-	-
TOTAL PASIVO	3.701.021	3.367.657

Las notas 1 a 25 adjuntas forman parte integrante de estos estados financieros consolidados.

Cuentas de orden consolidadas a 31 de diciembre de 2012 y 2011

Expresados en miles de euros

CUENTAS DE ORDEN	2012	2011
Pasivos contingentes	67.700	94.796
Garantías, cauciones, fianzas y avales otorgados	67.500	94.040
Créditos documentarios emitidos o recibidos y confirmados a los clientes	200	166
Aceptación de efectos y similares	-	590
Compromisos y riesgos contingentes	277.216	253.344
Compromisos y riesgos de naturaleza operacional	269.277	245.567
Compromisos y riesgos de naturaleza actuarial	7.939	7.777
Operaciones de futuro (nota 14)	5.782.708	2.805.847
Compraventa no vencida de divisas	1.412.456	1.701.447
Operaciones sobre instrumentos financieros a plazo	4.370.252	1.104.400
Depósitos de valores y otros títulos en custodia (notas 19 y 20)	7.306.208	5.160.975
Depósitos de valores y otros títulos en custodia de terceros	6.698.508	4.432.959
Depósitos de valores y otros títulos en custodia propios	607.700	728.016
Otras cuentas de orden con funciones exclusivas de control administrativo	1.498.314	1.556.619
Garantías y compromisos recibidos	1.286.775	1.365.445
Otras cuentas de orden (nota 21)	211.539	191.174
TOTAL CUENTAS DE ORDEN	14.932.146	9.871.581

Las notas 1 a 25 adjuntas forman parte integrante de estos estados financieros consolidados.

Cuentas de pérdidas y ganancias consolidadas de los ejercicios anuales terminados al 31 de diciembre de 2012 y 2011

Expresadas en miles de euros

CUENTAS DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	2012	2011
Intereses y rendimientos asimilados	96.577	79.028
INAF e intermediarios financieros a la vista y a plazo	28.762	8.590
De inversiones crediticias	40.629	45.284
De obligaciones y otros títulos de renta fija	27.186	25.154
Intereses y cargas asimilables	(40.681)	(28.097)
INAF e intermediarios financieros	(13.164)	(3.799)
De depósitos de clientes	(27.421)	(24.184)
De otros	(96)	(114)
Rendimientos de valores de renta variable	117	74
De participaciones en empresas del grupo	117	74
MARGEN FINANCIERO	56.013	51.005
Comisiones por servicios netas	105.082	108.687
Comisiones devengadas por servicios prestados	124.716	121.181
Comisiones devengadas por servicios recibidos	(19.634)	(12.494)
Resultados de operaciones financieras	27.490	9.476
Dotaciones netas al fondo de fluctuación de valores (nota 7)	(3.177)	(4.447)
Resultados por diferencias de cambio	3.927	4.458
Resultados de operaciones con valores	21.821	8.924
Resultados de operaciones de futuro	605	(122)
Otros	3.732	-
Diferencias de cambio por consolidación	(18)	-
Participaciones en pérdidas/beneficios de sociedades puestas en equivalencia	600	663
Otros resultados ordinarios	1.107	1.367
MARGEN ORDINARIO	189.692	170.535
Gastos de personal	(60.103)	(51.021)
Personal, Consejo de Administración e indemnizaciones	(48.718)	(43.541)
Seguridad Social	(4.198)	(3.959)
Otros gastos de personal	(7.187)	(3.521)
Gastos generales	(43.871)	(37.134)
Material	(1.601)	(644)
Servicios externos	(20.087)	(16.198)
Tributos (nota 20)	(17.030)	(15.741)
Otros gastos generales	(5.153)	(4.551)
Amortizaciones de activos netas de recuperaciones (nota 8)	(8.902)	(11.341)
Dotación al fondo de amortización para activos inmateriales y materiales	(8.902)	(11.341)
Provisiones para depreciación de activos netas de recuperaciones (nota 8)	(4.600)	(988)

Expresadas en miles de euros

MARGEN DE EXPLOTACIÓN	72.216	70.051
Provisiones para insolvencias netas de recuperaciones	(14.630)	(8.771)
Dotaciones al fondo de provisión para insolvencias (notas 5, 6 y 7)	(14.630)	(9.199)
Recuperaciones del fondo de provisión para insolvencias	-	428
Provisiones para riesgos y cargas netas de recuperaciones (nota 9.b)	5.175	(5.320)
Dotaciones al fondo de provisión para riesgos y cargas	(1.561)	(6.736)
Recuperaciones del fondo de provisión para riesgos y cargas	6.736	1.416
Dotaciones al fondo para riesgos generales (nota 11.g)	(2.000)	-
RESULTADO ORDINARIO	60.761	55.960
Resultados extraordinarios (nota 13)	(1.436)	(1.714)
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	59.325	54.246
Impuesto sobre sociedades (nota 15)	(2.620)	-
Impuesto sobre sociedades extranjero	(124)	-
RESULTADO CONSOLIDADO	56.581	54.246
Resultados atribuidos a la minoría	-	-
Resultados atribuidos al grupo	56.581	54.246

Las notas 1 a 25 adjuntas forman parte integrante de estos estados financieros consolidados.

Estados de Origen y Aplicación de Fondos consolidados correspondientes a los ejercicios anuales terminados al 31 de diciembre de 2012 y 2011

Expresados en miles de euros

ORÍGENES DE LOS FONDOS	2012	2011
Recursos generados por las operaciones	87.290	82.753
Resultado del ejercicio	56.581	54.246
Dotaciones netas al fondo de provisión para insolvencias	14.630	8.771
Dotaciones netas a los fondos de depreciación de activos	4.600	988
Dotaciones netas al fondo de fluctuación de valores	3.177	4.842
Dotaciones netas a otros fondos (fondos de pensiones y riesgos generales)	-	963
Amortizaciones de activos materiales e inmateriales	8.902	11.341
Pérdida por 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
Resultados aportados por sociedades puestas en equivalencia (-)	(600)	-
Variación positiva de pasivos menos activos	166.261	-
INAF e intermediarios financieros	244	-
Bancos y entidades de crédito (Pasivo – Activo)	164.915	-
Otros intermediarios financieros (Pasivo - Activo)	1.102	-
Otros conceptos	-	-
Incremento neto de pasivos	59.334	108.483
Acreeedores: clientes	-	108.483
Deudas representadas por títulos	59.334	-
Disminución neta de activos	5.924	4.027
Caja y bancos centrales de la OCDE	-	-
Cartera de valores menos participaciones	5.924	4.027
Ventas de inversiones permanentes	255	137
Ventas de participaciones	255	-
Ventas de inmovilizado	-	137
Recursos generados por las actividades de financiación	-	443
Aportaciones externas de capital	-	-
Otras partidas de fondos propios	-	443
Dividendos cobrados de participaciones permanentes	-	-
TOTAL ORIGEN DE LOS FONDOS	319.064	195.843

Las notas 1 a 25 adjuntas forman parte integrante de estos estados financieros consolidados.

Expresados en miles de euros

APLICACIÓN DE LOS FONDOS	2012	2011
Recursos aplicados a las operaciones	5.290	-
Aplicaciones de los otros fondos (fondos de pensiones ...)	3.175	-
Otros	2.115	-
Variación positiva de activos menos pasivos	33.798	50.858
INAF (Activo – Pasivo)	-	102
Bancos y entidades de crédito (Pasivo – Activo)	-	26.378
Otros intermediarios financieros (Activo - Pasivo)	-	-
Otros conceptos	33.798	24.378
Disminución neta de pasivos	22.861	14.185
Acreeedores: clientes	22.861	14.185
Incremento neto de activos	177.825	59.314
Caja y bancos centrales de la OCDE	2.305	26.001
Inversiones crediticias: clientes	113.314	33.313
Cartera de valores menos participaciones	62.206	-
Compras de inversiones permanentes	21.147	44.455
Compras de participaciones	-	-
Compras de inmovilizado	21.147	44.455
Recursos aplicados por las actividades de financiación	58.143	27.031
Dividendos a cuenta del ejercicio	18.499	-
Dividendos complementarios del ejercicio anterior	36.999	27.031
Disminución de reservas	-	-
Otras partidas de fondos propios	2.645	-
TOTAL APLICACIÓN DE LOS FONDOS	319.064	195.843

Las notas 1 a 25 adjuntas forman parte integrante de estos estados financieros consolidados.

Notas a los Estados Financieros consolidados para el ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2012

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, SA por la de Andorra Banc Agrícol Reig, SA (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, SA (en adelante, el Grupo), en el que se integran diversas sociedades detalladas en las notas 2.d y 7.b.

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 22).

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, SA y sociedades dependientes (en adelante, el Grupo) a 31 de diciembre de 2012, 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.

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

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. Los estados financieros correspondientes al ejercicio 2011 fueron aprobados por la Junta General de Accionistas el 14 de junio de 2012.

Los estados financieros de Andorra Banc Agrícol Reig SA a 31 de diciembre de 2012 y 2011 se presentan separadamente de estos estados financieros. Las principales magnitudes que se desprenden de dichos estados financieros son los siguientes (expresados en miles de euros):

Expresados en miles de euros

	2012	2011
Activo total	3.138.469	3.165.277
Capital social y Reservas	395.806	380.498
Resultado del ejercicio	53.124	52.875

b. Comparación de la información

La información contenida en los estados financieros consolidados del 2012 relativa a 2011 se presenta, exclusivamente, a efectos comparativos y, por lo tanto, no constituye los estados financieros consolidados del Grupo del ejercicio 2012.

Los saldos presentados en estos estados financieros consolidados referentes al ejercicio 2012 y 2011 son comparativos a excepción de:

- Impuesto sobre sociedades: Con fecha 1 de diciembre de 2011, el Consejo General del Principado de Andorra aprobó la Ley 95/2010, del 29 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades, según la cual las sociedades están sujetas a un tipo de gravamen general del 10%, aunque en el 2012 hay una reducción del 50% de la cuota de liquidación (véase nota 3.n y 15). El Institut Nacional Andorrà de Finances, a través de su comunicado 226/12 de 28 de diciembre de 2012, estableció el marco para la contabilización y presentación del impuesto sobre sociedades.
- Diferencias de primera consolidación y Fondo de Comercio: Tal y como se establece en los comunicados del INAF 227/12 de 28 de diciembre de 2012 y 228/12 de 31 de diciembre, respectivamente, a partir del 1 de enero de 2012, en línea con lo que establecen las Normas Internacionales de Contabilidad, las diferencias positivas de consolidación y los fondos de comercio no se amortizan, pasando a reconocer para los nuevos fondos de comercio a partir de esta fecha como la diferencia entre el precio pagado por los títulos de la filial y la parte de los fondos propios correspondiente menos, si aplica, el deterioro del valor con posterioridad a la fecha de adquisición. Adicionalmente, el Banco aplica parte de su resultado a dotar anualmente una reserva indisponible equivalente al 10% de la diferencia de primera consolidación o fondo de comercio hasta el 100% del mismo valor en libros. La fecha de primera aplicación de estos comunicados es el 1 de enero de 2012, momento en el que las entidades a las cuales les es de aplicación el Pla General Comptable del Sistema Financer Andorrà tenían que revertir los fondos de amortización dotados durante el ejercicio 2012, no utilizados para compensar deterioros existentes a la fecha, contra reservas (en el caso de los fondos de comercio) o reservas de consolidación (en el caso de las diferencias positivas de consolidación). En caso que

este cambio normativo se hubiera tenido en cuenta al presentar los saldos correspondientes al ejercicio 2011, la partida de "Diferencias positivas de consolidación – Fondo de amortización" y la partida "Reservas – Reservas de consolidación" hubieran incrementado respectivamente su importe en 2.425 miles de euros.

- Depósitos de valores y otros títulos en custodia: Tal y como establece el Comunicado del INAF 233/13, de 11 de enero de 2013, con fecha 31 de diciembre de 2012 dentro del epígrafe de cuentas de orden "Depósitos de valores y otros títulos en custodia de terceros" se incluye tanto el valor de las acciones / participaciones de las instituciones de inversión colectiva que los clientes tienen depositados en el Grupo como el valor de las carteras depositadas de las mismas instituciones de inversión colectiva. El impacto de dicho cambio de criterio a 31 de diciembre de 2011 asciende a 789.758 miles de euros.

c. 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.

d. Principios de consolidación de los estados financieros

Los estados financieros a 31 de diciembre de 2012 y 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 Agrícola Reig, SA a 31 de diciembre de 2012 y 2011 y sus principales datos societarios son los siguientes (importes expresados en miles de euros):

Año 2012

Expresados en miles de euros

SOCIEDAD	DOMICILIO	ACTIVIDAD	% PARTICIPACIÓN DIRECTA	% PARTICIPACIÓN INDIRECTA	SOCIEDAD AUTODITADA	DIVIDENDO A CUENTA	FONDOS PROPIOS	RESULTADOS
Caronte 2002, SLU	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 Agrícola Reig, S.A.U.	Andorra	Gestora de fondos de inversión	100%	-	Si	750	4.810	2.610
Andbanc Bahamas Limited	Bahamas	Entidad bancaria	100%	-	Si	2.832	31.734	4.831
Nobilitas N.V.	Antillas Holandesas	Sociedad patrimonial	100%	-	No		(1.781)	(2.564)
Savand, S.A.U.	Andorra	Servicios Financieros	100%	-	Si		2.140	(36)
Andorra Assegurances Agrícola Reig, S.A.U.	Andorra	Seguros	100%	-	Si	250	3.348	463
AndPrivate Wealth S.A.	Suiza	Gestora de patrimonios	-	100%	Si		3.329	(305)
Columbus de México, S.A.	México	Gestora de patrimonios	-	50%	Si		800	51
Quest Capital Advisers, S.A. Agente de Valores S.A.	Uruguay	Agencia de Valores	-	100%	Si		2.331	1.896
Andbank Asset Management Luxembourg	Luxemburgo	Gestora de fondos de inversión	-	100%	Si		1.450	(212)
Andbank (Luxembourg) S.A.	Luxemburgo	Entidad bancaria	100%	-	Si		20.877	3.201
Andbank (Luxembourg),S.A., Sucursal en España	España	Entidad bancaria	-	100%	Si		(3.358)	(3.358)
Medivalor AV Agencia de Valores, S.A.U.	España	Agencia de Valores	-	100%	Si		564	(137)
Medpatrimonia Invest, S.L.	España	Empresa de servicios de inversión	-	41,89%	Si		265	(463)
AndPrivate Consulting, S.L.	España	Servicios	100%	-	No		(1.341)	(591)
Andbanc Wealth Management LLC	E.E.U.U.	Holding	-	100%	No		(2.337)	(2.810)
Andbanc Advisory LLC	EE.UU.	Asesoramiento		100%	Si		15	12
Andbanc Brokerage LLC	EE.UU.	Servicios Financieros		100%	Si		205	(713)
APW International Advisors Ltd.	Islas Vírgenes Británicas	Gestora de Patrimonios	100%	-	Si		987	132
APW Consultores Financeiros, Lda	Brasil	Servicios Financieros	100%	-	Si		(454)	(766)
AND PB Financial Services, S.A	Uruguay	Oficina de representación	100%	-	Si		(20)	17
Andorra Capital Agrícola Reig BV	Holanda	Sociedad Instrumental	100%	-	Si		45	21
Andbanc (Panamá) S.A.	Panamá	Entidad Bancaria	100%	-	Si		4.910	1.322
Andbanc Luxembourg Limited Hong Kong	Luxemburgo	Oficina de representación	-	100%	Si		98	-
And Private Wealth (Chile)	Chile	Servicios Financieros	-	100%	No		-	-
Andbanc Monaco S.A.M.	Mónaco	Entidad bancaria	100%	-	Si		24.775	226
Tonsel Corporation	Belize	Sociedad Instrumental	100%	-	No		-	-
LLA Participações Ltda	Brasil	Gestora de carteras e instituciones de inversión colectiva	51,63%	-	Si		42	87

Año 2011

Expresados en miles de euros

SOCIEDAD	DOMICILIO	ACTIVIDAD	% PARTICIPACIÓN DIRECTA	% PARTICIPACIÓN INDIRECTA	SOCIEDAD AUTODITADA	DIVIDENDO A CUENTA	FONDOS PROPIOS	RESULTADOS
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 Agrícola 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 Agrícola 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.	México	Gestora de patrimonios	-	50%	Si	-	696	98
Quest Capital Advisers, S.A.	Uruguay	Gestora de patrimonios	-	100%	Si	-	200	577
Andbanc Asset Management Luxembourg	Luxemburgo	Gestora de fondos de inversión	-	100%	Si	-	855	(383)
Andbanc (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 Agrícola 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 (Chile)	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 e instituciones 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 Agente de Valores, 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). El contrato de compraventa de Quest Capital Advisers, S.A. incluye potenciales pagos aplazados en función de los resultados futuros de la sociedad. Para el ejercicio 2013 se prevén pagos por importe de 2.280 miles de dólares americanos a los vendedores de Quest Capital Advisers Agente de Valores, S.A. A 31 de diciembre de 2012, la matriz (Andorra Banc Agrícola Reig, SA) mantiene préstamos a Zumzeiga Coöperatief U.A., a través de Nobilitas N.V., por importe de 18.444 miles de dólares americanos (18.275 miles de dólares americanos el 2011) que la filial ha utilizado para la creación y adquisición de sus compañías dependientes.

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

Andorra Assegurances Agrícola Reig, SA 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 salud.

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. Con fecha 19 de diciembre de 2012, el Institut Nacional Andorrà de Finances autorizó a AndPrivate Wealth, S.A. a la ampliación de capital de la sociedad, mediante una inyección de fondos en concepto de aportación directa a los fondos propios, en la partida de reservas, por un importe de 500.000 francos suizos a través de las sociedades Nobilitas N.V. y Egregia B.V.

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 Andbanc en el año 2009. Con fecha 17 de abril de 2012 el INAF aprobó el cambio de denominación social a Quest Capital Advisers Agente de Valores, S.A.

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

APW International Advisors Ltd, 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. Esta sociedad está bajo la supervisión de la BVI Financial Services Commission.

And PB Financial Services, S.A. es la sociedad creada para el establecimiento de la oficina de representación del Grupo en Uruguay. Con fecha 20 de diciembre de 2012, el Institut Nacional Andorrà de Finances aprobó la ampliación de capital de la sociedad mediante una operación "acordeón", realizando, una reducción del capital social para absorber pérdidas acumuladas y, posteriormente, una ampliación del capital social hasta llegar al límite legal mínimo exigible de 5.000.0000 de pesos uruguayos. Esta ampliación de capital se ha efectuado a través de una capitalización de pasivos de la sociedad con el accionista por importe de 4.407 miles de pesos uruguayos, una capitalización de la revalorización de los activos fijos de la sociedad por importe de 384 miles de pesos uruguayos y una aportación directa en efectivo de 1.408 miles de pesos uruguayos.

Savand, SAU es una sociedad financiera de crédito especializado 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 Agricol (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.

En fecha 26 de diciembre de 2011, Andbank Luxembourg, S.A. recibió 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. Con fecha 20 de julio de 2012, la sociedad recibió la autorización por parte del Ministerio de Economía y Competitividad de España para la transformación de la sucursal en filial.

Con fecha 14 de marzo de 2012, Andbank Luxembourg, S.A. adquirió el 100% del capital social de Medivalor AV Agencia de Valores, S.A.U. por importe de 1.730 miles de euros y el 26% del capital social de Medpatrimonia Invest, S.L. por importe de 170 miles de euros. El 25 de julio de 2012, se realizó la ampliación de capital de Medpatrimonia Invest, S.L. por importe de 938 miles de euros mediante la capitalización de un préstamo participativo. Con esta operación Andbank Luxembourg, S.A. posee el 41,89% del capital social de la entidad. Con fecha 15 de mayo de 2012 el INAF aprobó la modificación del objeto social de Medivalor AV Agencia de Valores, S.A.U. para convertirse en una Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva

y Gestora de Patrimonios. Actualmente, está pendiente de autorización por parte de las autoridades locales españolas.

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

Andbank Asset Management Luxembourg es una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva 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. La Sociedad está participada al 100% por Andbank Luxembourg, S.A. Con fecha 20 de abril de 2012 el INAF aprobó la ampliación de capital social de la sociedad por importe de 1.000 miles de euros, siendo el capital final de la sociedad de 2.000 miles de euros.

Andorra Capital Agricol 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 2011. 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. Esta entidad fue inscrita por el INAF con fecha 9 de noviembre de 2011. Con fecha 31 de octubre de 2012, Andbanc (Mónaco), S.A.M. amplió el capital social en 6.000 miles de euros siendo el nuevo importe de capital social incrementado de 21.000 miles de euros. La ampliación de capital se realizó emitiendo 60.000 nuevas acciones de 100 euros de valor nominal.

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. A 31 de diciembre de 2012, la entidad se encuentra pendiente de inscripción definitiva por parte del INAF.

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

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

Las sociedades del Grupo que han sido inscritas en los registros del INAF durante el 2012 han sido las siguientes

FECHA INSCRIPCIÓN INAF	
Andbank (Luxembourg) S.A., Sucursal en España	11 de julio de 2012
Medivalor AV Agencia de Valores	En proceso de inscripción
Medpatrimonia Invest, S.L.	En proceso de inscripción
LLA Participações, Ltda	En proceso de inscripción
Andbank Advisory LLC	7 de septiembre de 2012

Las sociedades del Grupo que han sido inscritas en los registros del INAF durante el 2011 han sido las siguientes:

SOCIEDADES DEL GRUPO CON INICIO DE ACTIVIDADES DURANTE EL 2011	FECHA INSCRIPCIÓN INAF
Andbank (Mónaco), S.A.M.	9 de noviembre de 2011

Las sociedades APW International Advisors Ltd, 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 SA, Andbank Bahamas Limited, Nobilitas N.V., Egregia, B.V., Zumzeiga Coöperatief, AndPrivate Wealth S.A., APW Consultores Financeiros, Lda, AND PB Financial Services, Andbank Wealth Management LLC, Andbank Advisory LLC, Andbank Brokerage LLC, AndPrivate Consulting, S.L., Andbank Luxembourg Limited Hong Kong, Savand SAU, Caronte 2002 SLU, Andorra Capital Agrícola Reig, B.V., Quest Capital Advisers Agencia de Valores S.A., Andbank Asset Management Luxembourg, Andbank (Panamá) S.A., AndPrivate Wealth S.A. (Chile), Andbank (Luxembourg), S.A., Tonsel Corporation, Andbank (Monaco), S.A.M., Andbank (Luxembourg), S.A. Sucursal en España y Medivalor AV Agencia de Valores.
- Integración proporcional para la sociedad Columbus de México, S.A. y LLA Participações.
- Puesta en equivalencia para Andorra Assegurances Agrícola Reig, SAU y Medpatrimonia Invest, S.L.

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 concurran 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, SA 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. Principios contables y criterios de valoración aplicados

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

a. Principio de 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.

En aplicación de este principio, las cuentas de periodificación recogen los ingresos/gastos devengados y no cobrados/pagados, y los ingresos/gastos cobrados/pagados anticipadamente.

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 a 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 a 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 objetivo cubrir las pérdidas que puedan producirse en la recuperación de las inversiones crediticias y otros riesgos de crédito y contrapartida. Los fondos se abonan por las dotaciones registradas con cargo a resultados y se cargan por las cancelaciones de deudas consideradas como incobrables y por la recuperación de los importes previamente dotados.

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 pignoratícia 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. Líneas de crédito no dispuestas

Las líneas de crédito concedidas a clientes se registran en el balance de situación por la parte dispuesta y se contabilizan los importes disponibles a cuentas de orden dentro del epígrafe "Compromisos y riesgos contingentes – Compromisos y riesgos de naturaleza operacional".

f. Cartera de valores

Los valores que constituyen la cartera de valores del Grupo a 31 de diciembre de 2012 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 a 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 financieras 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, SAU. De acuerdo con la autorización del INAF de 26 de enero de 2009, dichos títulos fueron integrados en la cartera de vencimiento del Banco a 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 a 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 el menor entre su precio de adquisición o su valor de mercado. 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.

g. 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.).

Tal y como establecen los comunicados 227/12 relativo a las diferencias de primera consolidación y 228/12 relativo al fondo de comercio, las diferencias de primera consolidación y los fondos de comercio no se amortizan; en cambio, se realiza un test de deterioro, según las normas de valoración vigentes a escala internacional reconocidas en esta materia por el sector y, en caso de que existan indicios de deterioro

de los activos, se procede a registrar la correspondiente pérdida en la cuenta de pérdidas y ganancias, con carácter irreversible. En caso que el deterioro efectuado sobre la inversión en una participada evidencie un deterioro sobre la inversión en cartera, se procede a corregir el valor de la participada en los correspondientes estados financieros individuales. Adicionalmente, se constituye una reserva indisponible por un importe igual al valor de las diferencias de primera consolidación, dotando anualmente, como mínimo un 10% de este importe mediante la aplicación del resultado del ejercicio.

Las adquisiciones de Columbus de México, S.A. en abril de 2008, de Quest Capital Advisers Agente de Valores, S.A. en diciembre de 2009, de Andbanc (Mónaco), S.A.M. en junio de 2011 y de LLA Participações en Octubre de 2011, generaron un fondo de comercio de consolidación de 3.572, 13.556, 11.347 y 10.482 miles de euros, respectivamente.

Las diferencias positivas de consolidación están cubiertas en todo momento por las reservas voluntarias (véase nota 11.b.).

h. 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 período 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. A 31 de diciembre de 2012 el banco ha actualizado el valor en libros de los inmuebles afectos a la explotación registrándose un fondo de provisión por deterioro de 1.330 miles de euros contra reservas de revalorización (véanse notas 8 y 11).

Cuando se produce una baja de dichos activos, los correspondientes importes reconocidos en la reserva de revalorización pueden ser traspasados, si aplica, directamente a reservas voluntarias.

i. 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 a 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.

j. 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 futuro 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).

k. 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.

l. 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.

m. 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, SA, jubilado con anterioridad a 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 a 31 de diciembre de 2012 se ha constituido un fondo por importe de 808 miles de euros (817 miles de euros en 2011). Asimismo, para el personal prejubilado se ha constituido a 31 de diciembre de 2012 un fondo interno por un importe de 646 miles de euros (608 miles de euros en 2011) que coincide con el importe de las obligaciones devengadas a dicha fecha.

Las variables actuariales y otras hipótesis utilizadas en la valoración a 31 de diciembre de 2012 y 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 2012 se estableció en un 1,5% de revalorización respecto a las aportaciones del año 2011, y una tasa de interés del 1,5% en el año 2012 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). A 31 de diciembre de 2012 los saldos gestionados fuera de balance ascendían a 1.238 miles de euros, mientras que los fondos internos estaban registrados en el epígrafe "Fondo de provisiones para riesgos y cargas", por importe de 4.873 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).

n. Impuesto sobre sociedades

Con fecha 1 de diciembre de 2011, el Consell General del Principado de Andorra aprobó la Ley 17/2011, de 1 de diciembre, de modificación de la Ley 95/2010, del 29 de diciembre, del impuesto sobre sociedades (publicado en el BOPA número 80, con fecha 28 de diciembre de 2011). Esta Ley entró en vigor el día siguiente de ser publicada en el Butlletí Oficial del Principado de Andorra y se aplica a los períodos impositivos que se inicien a partir del 1 de enero de 2012. El Banco está sujeto a un tipo de gravamen del 10% aunque, de acuerdo con la disposición adicional primera de dicha ley, este primer ejercicio de aplicación tiene una reducción del 50% en la cuota de liquidación.

Con fecha 13 de junio de 2012 el Govern d'Andorra aprobó el Reglament que regula la Ley 95/2010, de 29 de diciembre, del Impuesto sobre sociedades o de la Ley 96/2010, del 29 de diciembre, del Impuesto sobre la renta de las actividades económicas para su aplicación desarrolla las obligaciones formales que tienen que cumplir los obligados tributarios de estos tributos, así como el sistema de gestión, de liquidación y de control de los Impuestos mencionados.

Durante el primer año de aplicación del impuesto el pago a cuenta se determina con la aplicación del tipo del 2,5% sobre el resultado contable del ejercicio anterior al del período impositivo. En períodos impositivos posteriores, el pago a cuenta se determinará aplicando el 50% sobre la cuota de liquidación del ejercicio anterior.

La base de tributación se determina por el método de determinación directa y se calcula corrigiendo el resultado contable, determinado de acuerdo con las normas del Pla General de Comptabilitat del Sector Financer, con aplicación de los principios y criterios de calificación, valoración e imputación temporal recogidos en los preceptos de la Ley del Impuesto sobre sociedades que dan lugar a la práctica a ajustes extracontables.

Los ajustes extracontables, positivos o negativos, desde un punto de vista fiscal, pueden ser permanentes o temporales en función de si revierten o no en períodos impositivos posteriores.

El gasto por impuesto de sociedades se calcula en función del resultado económico antes de impuestos corregido por las diferencias permanentes con los criterios fiscales, y disminuido por las bonificaciones y deducciones aplicables. El efectivo impositivo de las diferencias temporales, los créditos por compensación de pérdidas y los derechos por deducciones y bonificaciones pendientes de aplicación se incluyen, en su caso, en las correspondientes partidas de balance de situación, clasificados en función del plazo según el período de revisión o realización previsto.

Dicho gasto se encuentra clasificado en el epígrafe de "Impuesto sobre sociedades" de la cuenta de pérdidas y ganancias, por el importe devengado durante el ejercicio, y al balance, en el capítulo "Otros pasivos", por el importe pendiente de liquidar a través de esta sociedad, y en "Otros activos", por el importe de las retenciones y pagos a cuenta.

o. Cuentas de orden

Los valores y títulos en custodia, de terceros o propios, se valoran, siempre que sea posible, a precios de mercado. Si no existen precios de mercado disponibles, el Banco aplica la siguiente jerarquía para determinar el valor de mercado de los valores y títulos:

- Precio informado por el emisor del título;
- Técnicas de valoración generalmente aceptadas. Entre las diferentes metodologías de valoración más utilizadas son los modelos de descuento de flujos, Black Scholes, Cos Ross Rubinstein, Simulación Montecarlo, Hull & White, Libor Market Model o variaciones sobre estos modelos. Para realizar la valoración de los distintos valores y títulos, se utilizan inputs observables del mercado, o bien en el caso que no sean observables son estimados en base a la información proporcionada por los mercados no organizados o Over The Counter (OTC), o según métodos internos de interpolación en base a inputs observables en los mercados organizados;
- O bien, en caso que no sea posible aplicar ninguna de las dos valoraciones anteriormente citadas, se valora a coste.

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 a 31 de diciembre de 2012 y 2011 es el siguiente:

Expresados en miles de euros

2012	VENCIDO	HASTA 1 MES	DE 1 A 3 MESES	DE 3 MESES A 1 AÑO	DE 1 AÑO A 5 AÑOS	MÁS DE 5 AÑOS	SIN VENCIMIENTO	TOTAL
INAF	-	-	-	-	-	-	210	210
Bancos y entidades de crédito y otros intermediarios financieros	-	391.843	1.554	1.537	142.529	-	-	537.463
Préstamos y créditos a clientes	22.682	134.652	60.488	315.633	570.088	570.409	-	1.673.952
Descubiertos en cuentas de clientes	53.105	-	-	-	-	-	87.537	140.642
Cartera de efectos de clientes	-	4.652	630	1.711	3.557	-	-	10.550

Expresados en miles de euros

2011	VENCIDO	HASTA 1 MES	DE 1 A 3 MESES	DE 3 MESES A 1 AÑO	DE 1 AÑO A 5 AÑOS	MÁS DE 5 AÑOS	SIN VENCIMIENTO	TOTAL
INAF	-	-	-	-	-	-	210	210
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

A continuación se desglosa la subpartida del capítulo obligaciones y otros títulos de renta fija del activo del balance de situación consolidado adjunto a 31 de diciembre de 2012 y 2011, en función de los vencimientos residuales:

Expresados en miles de euros

2012	VENCIDO	HASTA 1 MES	DE 1 A 3 MESES	DE 3 MESES A 1 AÑO	DE 1 AÑO A 5 AÑOS	MÁS DE 5 AÑOS	SIN VENCIMIENTO	TOTAL
Obligaciones y otros títulos de renta fija	36.078	22.079	64.000	77.758	453.595	330.978	-	984.488

Expresados en miles de euros

2011	VENCIDO	HASTA 1 MES	DE 1 A 3 MESES	DE 3 MESES A 1 AÑO	DE 1 AÑO A 5 AÑOS	MÁS 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

Los vencimientos de los depósitos del INAF y de los saldos acreedores a 31 de diciembre de 2012 y 2011 son los siguientes:

Expresados en miles de euros

2012	VENCIDO	HASTA 1 MES	DE 1 A 3 MESES	DE 3 MESES A 1 AÑO	DE 1 AÑO A 5 AÑOS	MÁS DE 5 AÑOS	SIN VENCIMIENTO	TOTAL
INAF	-	1.068	-	210	-	-	-	1.278
Bancos, entidades de crédito y otros intermediarios financieros	-	183.386	1.579	18.602	134.535	110.949	-	449.051
Depósitos de clientes	-	225.564	176.352	481.402	60.487	1.480	1.635.221	2.580.506
Deudas representadas por títulos	-	13.175	39.959	12.515	2.500	-	-	68.149

Expresados en miles de euros

2011	VENCIDO	HASTA 1 MES	DE 1 A 3 MESES	DE 3 MESES A 1 AÑO	DE 1 AÑO A 5 AÑOS	MÁS 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

El detalle por divisa de las inversiones crediticias brutas, de los saldos acreedores y la cartera de valores bruta, a 31 de diciembre de 2012 y 2011, es el siguiente:

Expresados en miles de euros

2012	EUROS	RESTO DE DIVISAS	TOTAL
INAF	210	-	210
Bancos, entidades de crédito y otros intermediarios financieros	339.209	198.254	537.463
Préstamos y créditos	1.509.536	164.416	1.673.952
Descubiertos en cuentas de clientes	107.863	32.779	140.642
Cartera de efectos de clientes	10.543	7	10.550
Cartera de valores	606.702	402.563	1.009.265

Expresados en miles de euros

2011	EUROS	RESTO DE DIVISAS	TOTAL
INAF	210	-	210
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

Respecto a los depósitos del INAF y de los saldos acreedores de los balances de situación consolidados adjuntos, el detalle por divisa a 31 de diciembre de 2012 y 2011 es el siguiente:

Expresados en miles de euros

2012	EUROS	RESTO DE DIVISAS	TOTAL
INAF	1.278	-	1.278
Bancos, entidades de crédito y otros intermediarios financieros	408.354	40.697	449.051
Depósitos de clientes	1.979.958	600.548	2.580.506
Deudas representadas por títulos	42.032	26.117	68.149

Expresados en miles de euros

2011	EUROS	RESTO DE DIVISAS	TOTAL
INAF	1.034	-	1.034
Bancos, entidades de crédito 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

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 una emisión realizada durante el 2010 con fecha de vencimiento 2013 y tipo de interés flotante, por importe de 5.769 miles de euros, nueve emisiones realizadas durante el 2012 con fecha de vencimiento 2013 por importe de 59.880 miles de euros y dos emisiones realizadas durante el 2012 con fecha de vencimiento 2014 y por importe de 2.500 miles de euros.

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

El saldo de este epígrafe a 31 de diciembre de 2012 y 2011 se desglosa de la forma siguiente:

Expresados en miles de euros

	2012	2011
Cuentas corrientes		
Bancos y entidades de crédito	437.560	403.082
Otros intermediarios financieros	-	-
	437.560	403.082
Depósitos a plazo		
Bancos y entidades de crédito	99.903	9.000
Otros intermediarios financieros	-	-
	99.903	9.000
Menos, fondos de provisión para insolvencias	(425)	(266)
	537.038	411.816

El movimiento del fondo de provisión para insolvencias durante el ejercicio 2012 y 2011 se detalla a continuación:

Expresados en miles de euros

	RIESGOS ESPECÍFICOS	RIESGOS GENÉRICOS	TOTAL
Saldo a 31 de diciembre de 2010	-	152	152
Dotación	-	114	114
Aplicaciones	-	-	-
Recuperaciones	-	-	-
Saldo a 31 de diciembre de 2011	-	266	266
Dotación	-	159	159
Aplicaciones	-	-	-
Recuperaciones	-	-	-
Saldo a 31 de diciembre de 2012	-	425	425

A 31 de diciembre de 2012 y 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 a 31 de diciembre de 2012 y 2011, por situación del crédito y tipos de garantía, es el siguiente:

Expresados en miles de euros

Situación del crédito	2012			Total
	Normal	Vencido	Dudoso	
Préstamos y créditos a clientes	1.652.213	6.932	14.807	1.673.952
Descubiertos en cuentas de clientes	86.594	1.549	52.499	140.642
Cartera de efectos de clientes	10.550	-	-	10.550

Expresados en miles de euros

Situación del crédito	2011			Total
	Normal	Vencido	Dudoso	
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

Expresados en miles de euros

2012					
Tipo de garantía	Hipotecaria	Dineraria	Valores	Garantía personal y otras	Total
Préstamos y créditos a clientes	915.687	40.919	348.668	368.678	1.673.952
Descubiertos en cuentas de clientes	45.211	-	68.843	26.588	140.642
Cartera de efectos de clientes	-	-	-	10.550	10.550

Expresados en miles de euros

2011					
Tipo de garantía	Hipotecaria	Dineraria	Valores	Garantía personal y otras	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

En el epígrafe de Descubiertos en cuentas de clientes a 31 de diciembre de 2012 se incluyen los créditos en que se han iniciado acciones judiciales por importe de 51.638 miles de euros (45.728 miles de euros en el 2011), de los cuales un importe de 41.718 miles de euros están cubiertos con garantía.

El movimiento durante el ejercicio 2012 y 2011 de la provisión para insolvencias ha sido el siguiente:

Expresados en miles de euros

	RIESGOS ESPECÍFICOS	RIESGOS GENÉRICOS	TOTAL
Saldo a 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 a 31 de diciembre de 2011	23.781	3.913	27.694
Dotación	13.795	361	14.156
Recuperaciones	(35)	(7)	(42)
Utilizaciones	(9.342)	-	(9.342)
Otros	(242)	-	(242)
Saldo a 31 de diciembre de 2012	27.957	4.267	32.224

La dotación del ejercicio 2012 incluye el efecto derivado de la actualización de las garantías hipotecarias citada en la Nota 3.d, por importe de 1.781 miles de euros (1.994 miles de euros en 2011).

A continuación se detallan las inversiones crediticias con entidades del sector público a 31 de diciembre de 2012 y 2011, que corresponden en su totalidad a préstamos y créditos:

Expresados en miles de euros

	2012	2011
Administraciones centrales	68.020	56.650
Administraciones locales	34.811	36.417
Entidades parapúblicas	-	9
	102.831	93.076

7. Cartera de valores

a. Obligaciones y otros títulos de renta fija

La composición de este capítulo a 31 de diciembre de 2012 y 2011 es la siguiente:

Expresados en miles de euros

	2012	2011
Deuda Pública Principado de Andorra (ver nota 22)	55.506	55.506
Deuda pública de los países de la O.C.D.E.	417.714	365.457
Otras obligaciones y títulos negociables de renta fija	511.268	501.319
	984.488	922.282

A 31 de diciembre de 2012 "Otras obligaciones y títulos negociables de renta fija" incluye 102.627 miles de euros (123.186 miles de euros en 2011), correspondientes a títulos de renta fija no cotizados, 65.842 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 3f).

Asimismo, dentro de este epígrafe, se incluyen también productos que habían vencido a la fecha de cierre del ejercicio por importe de 36.078 miles de euros. El colateral de estos activos mantiene íntegramente su valor y está custodiado en el depositario pendiente de que se acepte su liberación a favor de Andbank. Los Administradores del Banco, conjuntamente con sus asesores legales, consideran totalmente recuperable este importe. A 31 de diciembre de 2012, el Banco tenía constituida una provisión de 7.300 miles de euros para fondos de fluctuación de valores.

b. Participaciones en empresas del Grupo

El detalle de las participaciones en empresas del Grupo a 31 de diciembre de 2012 y 2011 es el siguiente:

Expresados en miles de euros

2012	DOMICILIO	% PARTICIPACIÓN DIRECTA	CAPITAL	RESULTADO DEL EJERCICIO	DIVIDENDO DEL EJERCICIO	TOTAL FONDOS PROPIOS	VALOR PATRIMONIAL NETO DE LA PARTICIPACIÓN
Clau d'Or, S.L. (inmobiliaria)	Andorra	100%	30	-	-	30	30
Mon Immobiliari, S.L.U. (inmobiliaria)	Andorra	100%	30	-	-	27	8
Participaciones en empresas del grupo consolidadas por puesta en equivalencia (ver nota 2)			-	-	-	-	3.348
Otras participaciones			-	-	-	-	88
							3.474

Expresados en miles de euros

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

El detalle de las participaciones en empresas del Grupo consolidadas por puesta en equivalencia a 31 de diciembre 2012 y 2011 es el siguiente:

Expresados en miles de euros

2012	% PARTICIPACIÓN	CAPITAL	VALOR PATRIMONIAL NETO DE LA PARTICIPACIÓN	TOTAL FONDOS PROPIOS	DIVIDENDOS EN 2012
Andorra Assegurances Agrícol Reig, SA (aseguradora)	100%	2.404	3.348	3.348	250
Medpatrimonia Invest, S.L.(*)	41,89%	46	265	265	-

(*) La participación en esta sociedad se mantiene de forma indirecta.

Expresados en miles de euros

2011	% PARTICIPACIÓN	CAPITAL	VALOR PATRIMONIAL NETO DE LA PARTICIPACIÓN	TOTAL FONDOS PROPIOS	DIVIDENDOS EN 2011
Andorra Assegurances Agrícola Reig, SA (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 a 31 de diciembre de 2012 y 2011 son las siguientes:

Expresados en miles de euros

DENOMINACIÓN SOCIAL Y ACTIVIDAD	DOMICILIO	PARTICIPACIÓN DIRECTA	2012					FONDOS FLUCTUACIÓN DE VALORES
			CAPITAL SUSCRITO	TOTAL DE FONDOS PROPIOS	BENEFICIO DEL EJERCICIO	DIVIDENDOS DEL EJERCICIO	COSTE	
Serveis i mitjans de pagament XXI, SA	Andorra	20%	60	60	-	-	12	-
Túnel d'Envalira, SA (infraestructuras)(*)	Andorra	10%	8.400	15.885	(706)	-	840	-
S.E.M.T.E.E. (ocio y salud) (*)	Andorra	12%	31.591	46.694	2.012	-	3.929	-
							4.781	-

* Datos de los estados financieros correspondientes al ejercicio 2011

Expresados en miles de euros

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

* Datos de los estados financieros correspondientes al ejercicio 2010

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 a 31 de diciembre de 2012 y 2011 es el siguiente:

Expresados en miles de euros

	2012	2011
Gestionados por:		
Entidades vinculadas al Grupo	10.472	17.430
Entidades no vinculadas al Grupo	5.760	4.558
	16.232	21.988

Dentro de los fondos de inversión gestionados por el Grupo se incluyen a 31 de diciembre de 2012 los siguientes fondos de inversión: Alternative Investment Conservative, Alternative Investment Growth, Astra FCP Medicompte EUR S. Term, Astra FCP Short-Term, y Alternative Investment Private Equity.

f. Valoración de la cartera

A continuación se detallan los títulos a 31 de diciembre de 2012 y 2011 clasificados en las categorías de valoración descritas en la nota 3 (f):

Expresados en miles de euros

	2012	2011
Cartera de negociación	182.193	139.612
Renta fija	172.439	131.681
Renta variable	290	457
Organismos de inversión	9.464	7.474
Cartera de inversión ordinaria	201.189	138.480
Renta fija	194.422	123.966
Organismos de inversión	6.767	14.514
Cartera a vencimiento	617.628	666.635
Cartera de inversión permanente	8.255	8.510
	1.009.265	953.237

El valor de mercado o valor razonable, a 31 de diciembre de 2012 de las carteras de inversión a vencimiento y ordinaria ascienden a 607.417 y 198.763 miles de euros respectivamente (636.002 y 134.099 miles de euros a 31 de diciembre de 2011). Del valor de mercado de la cartera a vencimiento, 435.942 miles de euros corresponden a títulos cotizados y el resto, 171.475 miles de euros, corresponden a títulos valorados según modelo o no cotizados (véase nota 3.f). Del valor razonable de la cartera ordinaria, 165.610 miles de euros corresponden a títulos cotizados y el resto, 33.153 miles de euros, corresponden a títulos valorados según modelo o no cotizados.

El 5,5% 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 los ejercicios 2012 y 2011:

Expresados en miles de euros

Saldo a 31 de diciembre de 2010	5.832
Dotaciones cartera ordinaria	4.447
Dotaciones cartera de participaciones permanentes	(556)
Recuperaciones	-
Saldo a 31 de diciembre de 2011	9.723
Dotaciones cartera ordinaria	2.349
Dotaciones cartera de participaciones permanentes	-
Recuperaciones	-
Saldo a 31 de diciembre de 2012	12.072

h. Fondo de provisión para insolvencias

Expresados en miles de euros

Saldo a 31 de diciembre de 2010	2.983
Dotaciones netas al fondo	472
Saldo a 31 de diciembre de 2011	3.455
Dotaciones netas al fondo	(199)
Saldo a 31 de diciembre de 2012	3.256

A 31 de diciembre de 2012 y 2011, el fondo de provisión para insolvencias corresponde exclusivamente a la provisión genérica correspondiente a la cartera de valores.

8. Activo inmovilizado

a. Movimiento de los activos inmateriales, gastos amortizables y activos materiales

El movimiento de los activos inmateriales y gastos amortizables durante el ejercicio 2012 y 2011 y de sus correspondientes fondos de amortización es el siguiente:

Expresados en miles de euros

	2012	31/12/2011	ALTAS	BAJAS	TRASPASOS	31/12/2012
Coste						
Activos multipropiedad		538	-	(1)	-	537
Aplicaciones informáticas		31.215	2.245	(29)	789	34.220
Otros		11.210	4.142	(1.838)	(789)	12.725
Total		42.963	6.387	(1.868)	-	47.482
Fondos de amortización						
Activos multipropiedad		(119)	(11)	-	-	(130)
Aplicaciones informáticas		(23.788)	(2.580)	21	127	(26.220)
Otros		(6.003)	(975)	7	-	(6.971)
Total FONDOS DE AMORTIZACIÓN		(29.910)	(3.566)	28	127	(33.321)
Total NETO		13.053	2.821	(1.840)	127	14.161

Expresados en miles de euros

	2011	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
Fondos de amortización						
Activos multipropiedad		(108)	(11)	-	-	(119)
Aplicaciones informáticas		(22.810)	(978)	-	-	(23.788)
Otros		(3.578)	(2.425)	-	-	(6.003)
Total FONDOS DE AMORTIZACIÓN		(26.496)	(3.414)	-	-	(29.910)
Total NETO		12.189	887	(23)	-	13.053

Las altas de activos inmateriales durante el 2012 corresponden mayoritariamente a la adquisición de un nuevo aplicativo para la gestión integral de la cartera de valores.

El movimiento de los activos materiales durante el ejercicio 2012 y 2011, y de sus correspondientes fondos de amortización, es el siguiente:

Expresados en miles de euros

	31/12/2011	ALTAS	BAJAS	TRASPASOS	REVALORACIONES	31/12/2012
Coste						
AFFECTOS A LA EXPLOTACIÓN						
Terrenos	46.632	-	-	1.082	-	47.714
Inmuebles	45.615	-	-	(1.082)	-	44.533
Mobiliario	5.404	151	(16)	42	-	5.581
Obras de arte	-	-	-	-	-	-
Instalaciones	30.700	524	(1.908)	954	-	30.270
Equipo de procesamiento de datos	21.779	2.502	(30)	6	-	24.257
Vehículos	1.374	173	(85)	-	-	1.462
Inmovilizado en curso	996	1.895	(342)	(1.002)	-	1.547
Subtotal	152.500	5.245	(2.381)	-	-	155.364
AJENO A LA EXPLOTACIÓN						
Inmuebles	32.851	14.137	(2.212)	-	-	44.776
Terrenos	10.641	-	-	-	-	10.641
Instalaciones	4.304	-	-	-	-	4.304
Equipo de procesamiento de datos	92	-	-	-	-	92
Mobiliario	33	2	-	-	-	35
Vehículos	3	8	-	-	-	11
Subtotal	47.924	14.147	(2.212)	-	-	59.859
Total ACTIVOS MATERIALES	200.424	19.392	(4.593)	-	-	215.223
Fondos de amortización						
AFFECTOS A LA EXPLOTACIÓN						
Inmuebles	(12.902)	(1.970)	-	-	-	(14.872)
Mobiliario	(4.902)	(194)	16	-	-	(5.080)
Instalaciones	(21.784)	(1.589)	1.760	-	-	(21.613)
Equipo de procesamiento de datos	(20.014)	(1.116)	31	-	-	(21.099)
Vehículos	(373)	(178)	80	-	-	(471)
Subtotal	(59.975)	(5.047)	1.887	-	-	(63.135)
Fondos de amortización						
AJENO A LA EXPLOTACIÓN						
Inmuebles	(4.260)	(271)	-	-	-	(4.531)
Instalaciones	(4.223)	(18)	-	-	-	(4.241)
Equipo de procesamiento de datos	(92)	-	-	-	-	(92)
Mobiliario	(32)	-	-	-	-	(32)
Subtotal	(8.607)	(289)	-	-	-	(8.896)
Total FONDOS AMORTIZACIÓN	(68.582)	(5.336)	1.887	-	-	(72.031)
Fondos de provisión para depreciación	(3.320)	(4.600)	94	(355)	(1.330)	(9.511)
Total ACTIVO MATERIAL NETO	128.522	9.457	(2.611)	(355)	(1.330)	133.681

Expresados en miles de euros

	31/12/2010	ALTAS	BAJAS	TRASPASOS	REVALORACIONES	31/12/2011
Coste						
AFECTOS A LA EXPLOTACIÓN						
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 procesamiento 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 EXPLOTACIÓN						
Inmuebles	18.155	14.833	(137)	-	-	32.851
Terrenos	10.641	-	-	-	-	10.641
Instalaciones	4.304	-	-	-	-	4.304
Equipo de procesamiento de datos	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
Fondos de amortización						
AFECTOS A LA EXPLOTACIÓN						
Inmuebles	(10.932)	(1.970)	-	-	-	(12.902)
Mobiliario	(4.741)	(161)	-	-	-	(4.902)
Instalaciones	(20.179)	(1.625)	20	-	-	(21.784)
Equipo de procesamiento 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 EXPLOTACIÓN						
Inmuebles	(3.989)	(271)	-	-	-	(4.260)
Instalaciones	(4.193)	(30)	-	-	-	(4.223)
Equipo de procesamiento de datos	(92)	-	-	-	-	(92)
Mobiliario	(31)	(1)	-	-	-	(32)
Subtotal	(8.305)	(302)	-	-	-	(8.607)
Total FONDOS AMORTIZACIÓN	(63.443)	(5.160)	21	-	-	(68.582)
Fondos de provisión para depreciación	(2.505)	(988)	174	-	-	(3.320)
Total ACTIVO MATERIAL NETO	116.838	11.630	55	-	-	128.522

Las altas registradas durante el 2012 afectas a la explotación en relación al Inmovilizado en curso corresponden a obras que se están llevando a cabo para la mejora del inmovilizado afecto a la explotación. Durante el ejercicio 2012, el importe de instalaciones dadas de baja corresponde al cierre de una de las oficinas de la entidad.

Las altas registradas durante el ejercicio 2012 de inmovilizado alieno a la explotación corresponde a la incorporación de activos adjudicados.

Durante el ejercicio 2012 y 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 3h 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. A 31 de diciembre de 2012 el banco ha actualizado el valor en libros de los inmuebles afectos a la explotación registrándose un fondo de provisión por deterioro de 1.330 miles de euros contra reservas de revalorización (ver nota 11.d).

b. Diferencias positivas de consolidación

Expresados en miles de euros

Saldo a 31 de diciembre de 2010	14.500
Adquisiciones	21.829
Amortizaciones	(2.768)
Diferencias de cambio	390
Saldo a 31 de diciembre de 2011	33.951
Adquisiciones	-
Diferencias de cambio	(287)
Saldo a 31 de diciembre de 2012	33.664

La adquisición de Quest Capital Advisers Agente de Valores, 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 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 a 31 de diciembre de 2012.

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.

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 3g).

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 los ejercicios 2012 y 2011 ha sido el siguiente:

Expresados en miles de euros

	JUBILACIONES	PREJUBILACIONES	FONDOS DE PENSIONES	TOTAL
Saldo a 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 a 31 de diciembre de 2011	817	608	5.034	6.459
Dotación del ejercicio con cargo a la cuenta de pérdidas y ganancias	3	11	599	613
Pagos efectuados a pensionistas y rescates del ejercicio	(78)	(198)	(286)	(562)
Otros movimientos	66	225	(100)	191
Saldo a 31 de diciembre de 2012	808	646	5.247	6.701

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 2012, 84 miles de euros (103 miles de euros en el ejercicio 2011) 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 2012 se han registrado contra el fondo de provisión.

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

En relación al personal activo afecto al plan de pensiones de aportación definida, los empleados que lo soliciten podrán movilizar su fondo de pensiones a planes de inversión gestionados por el Banco fuera del Balance de Situación (ver nota 9). A 31 de diciembre de 2012 los saldos gestionados fuera de balance eran de 1.238 miles de euros, mientras que los fondos internos estaban registrados en el epígrafe "Fondos de provisiones para riesgos y cargas" por importe de 4.873 miles de euros.

b. Otras provisiones

El movimiento de dichas provisiones tiene su origen, principalmente, en las dotaciones efectuadas en los ejercicios 2012 y 2011 con el fin de cubrir la corrección valorativa de determinadas opciones emitidas.

El movimiento de otras provisiones durante los ejercicios 2012 y 2011 ha sido el siguiente:

Expresados en miles de euros

	31/12/11	RECUPERACIONES	DOTACIONES	UTILIZACIONES	31/12/12
Otras provisiones	7.123	(6.736)	3.122	(325)	3.184
TOTALES	7.123	(6.736)	3.122	(325)	3.184

Expresados en miles de euros

	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 2012 d'Andorra Banc Agrícola Reig, SA que el Consejo de Administración presentarán a la Junta General de Accionistas para su aprobación es la siguiente:

Expresados en miles de euros

	2012
A reserva legal	-
A reserva voluntaria	15.934
Dividendo a cuenta	18.499
Dividendo complementario	18.691
	53.124

Dentro del importe destinado a la reserva voluntaria, 3.960 miles de euros corresponden a la dotación anual de la reserva indisponible por diferencias positivas de consolidación (véase nota 3g).

Durante el ejercicio 2012, el Banco ha distribuido dividendos a cuenta del resultado del ejercicio 2012 por importe de 18.499 miles de euros.

La distribución del resultado de la Sociedad del ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2011, aprobado por la Junta General de Accionistas el 14 de junio de 2012 fue la siguiente:

Expresados en miles de euros

2011	
A reserva legal	-
A reserva voluntaria	15.876
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 los ejercicios 2012 y 2011 ha sido el siguiente:

	CAPITAL SOCIAL	RESERVA LEGAL	RESERVA EN GARANTÍA	PRIMA DE EMISIÓN	RESERVAS DE REVALORACIÓN	RESERVAS VOLUNTARIAS	RESERVAS DE CONSOLIDACIÓN	DIVIDENDOS	RESULTADOS
Saldo a 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 3f)	-	-	-	-	-	8	-	-	-
Actualización Reservas Garantía	-	-	3.763	-	-	(3.763)	-	-	-
Resultado del ejercicio 2011	-	-	-	-	-	-	-	-	54.246
Saldo a 31 de diciembre de 2011	78.061	15.612	21.619	69.999	63.242	131.965	8.405	--	54.246
Distribución de resultados del ejercicio 2011	-	-	-	-	-	15.876	1.371	36.999	(54.246)
Ajustes Consolidación	-	-	-	-	-	-	2.587	-	-
Otros (Nota 3f)	-	-	-	-	-	762	-	-	-
Revaloración inmuebles (nota 8)	-	-	-	-	(1.330)	-	-	-	-
Actualización Reservas Garantía	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Resultado del ejercicio 2012	-	-	-	-	-	-	-	-	56.581
Dividendos a cuenta	-	-	-	-	-	-	-	(18.499)	-
Traspaso de reservas	-	-	(719)	-	-	719	-	-	-
Saldo a 31 de diciembre de 2012	78.061	15.612	20.900	69.999	61.912	149.322	12.363	(18.499)	56.581

a. Capital social

A 31 de diciembre de 2012 y 2011 el capital social del Banco está compuesto por 1.751.825 acciones 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 a 31 de diciembre de 2012 y 2011 está totalmente constituida.

Dentro de las reservas voluntarias, se incluyen 5.647 miles de euros en concepto de reservas de diferencias de primera consolidación de ejercicios anteriores que no son de libre disposición.

Considerando lo anterior, el 91,67% de las reservas voluntarias y la prima de emisión del Banco a 31 de diciembre de 2012 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 2012, 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", a 31 de diciembre de 2012 y 2011 el importe del epígrafe "Reservas en Garantía" asciende a 20.900 miles de euros y 21.619 miles de euros, respectivamente.

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 3h 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:

	2012	2011
Andorra Banc Agrícola Reig, S.A	10.984	5.231
Andorra Gestió Agrícola Reig, SAU.	14.026	10.980
Andorra Assegurances Agrícola Reig, SA	4.467	3.952
Grupo Nobilitas N.V.	(13.220)	(8.592)
Andbanc Bahamas Ltd	6.870	3.968
Savand, SAU.	(2.201)	(2.211)
Grupo Andbank Luxembourg	(5.463)	(3.091)
Andbanc (Panamá) SA	(1.634)	(1.272)
Otros	(1.466)	(560)
Total	12.363	8.405

El movimiento de las reservas de consolidación durante los ejercicios 2012 y 2011 ha sido el siguiente:

Expresados en miles de euros

Saldo a 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 a 31 de diciembre de 2011	8.405
Distribución del resultado de 2011 a reservas	(1.798)
Dividendo complementario 2010	(3.405)
Otros ajustes de consolidación	9.161
Saldo a 31 de diciembre de 2012	12.363

f. Resultados atribuidos al Grupo

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

Expresados en miles de euros

	2012	2011
Andorra Banc Agrícola Reig, S.A.	53.124	52.875
Sociedades consolidadas por integración global	4.689	(2.309)
Andorra Gestió Agrícola Reig, SA	2.610	3.046
Andbank Bahamas Limited	4.831	2.901
Grupo Nobilitas N.V.	(2.564)	(4.628)
Columbus de México, SA	51	98
And Private Wealth, SA	(305)	(1.872)
Quest Capital Advisers Agente de Valores	1.896	577
Andbank Wealth Management LLC	(2.814)	(1.902)
Ajustaments de Consolidació Grup Nobilitas	(1.392)	(1.529)
Savand, SAU.	(36)	12
Grup Andbank Lux	(506)	(2.372)
Andbank (Luxembourg) SA	3.201	(1.989)
Andbank Asset Management Luxembourg, SA	(212)	(383)
Andbank Luxembourg SA (Sucursal en España)	(3.358)	-
Andbank Luxembourg Limited Hong Kong	-	-
Medivalor AV Agencia de Valores, SAU	(137)	-
Andbank (Panamá), SA	1.322	(362)
APW Consultores Ltda.	(766)	(117)
Andbank (Monaco), SAM	266	(132)
Otros	(468)	(657)
Sociedades consolidadas por puesta en equivalencia	406	656
Andorra Assegurances Agrícola Reig, SA	600	656
Medipatrimonia Invest, S.L.	(194)	-
Ajustes de consolidación	(1.638)	3.024
	56.581	54.246

g. Fondo para riesgos generales

El movimiento del fondo para riesgos generales durante el ejercicio 2012 y 2011 ha sido el siguiente:

Expresados en miles de euros

Saldo a 31 de diciembre de 2010	800
Recuperaciones netas al fondo (nota 13)	-
Otros	1.500
Saldo a 31 de diciembre de 2011	2.300
Dotaciones al fondo	2.000
Recuperaciones netas al fondo (nota 13)	(107)
Saldo a 31 de diciembre de 2012	4.193

La filial de Mónaco incluía en el momento de su compra una provisión para riesgos generales de 1.393 miles de euros.

El Banco ha dotado durante el 2012, 2.000 miles de euros para riesgos inherentes a la actividad bancaria a causa del entorno económico actual.

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:

Expresados en miles de euros

	2012		2011	
	Activo	Pasivo	Activo	Pasivo
Euros	3.212.371	3.005.812	2.861.571	2.650.122
Resto divisas	488.650	695.209	506.086	717.535
	3.701.021	3.701.021	3.367.657	3.367.657

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

Adicionalmente, a 31 de diciembre 2012 encontramos estas otras partidas significativas:

a. Resultados extraordinarios

Expresados en miles de euros

	2012	2011
Recuperaciones Activos muy dudosos	993	553
Pérdidas bajas inmovilizado	(822)	(42)
Retrocesiones intereses y comisiones año anterior	(1.303)	(1.187)
Gastos ejercicios anteriores	(118)	(1.380)
Cobro comisiones año anterior	342	238
Ingresos ejercicios anteriores	-	484
Otros	(528)	(380)
	(1.436)	(1.714)

b. Otros activos

Expresados en miles de euros

	2012	2011
Operaciones en curso	24.966	15.006
Existencias	13	13
Opciones adquiridas	28.373	4.446
Administraciones Públicas	16.537	12.695
Impuestos	1.322	-
Sociedades del Grupo	-	-
Fianzas	-	8.723
Liquidaciones de títulos anticipadas a Clientes	-	15.261
Otros deudores varios	25.238	13.205
	96.449	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 (16.537 miles de euros).

El epígrafe "Impuestos" corresponde a los pagos a cuenta del Impuesto de Sociedades realizados durante el ejercicio 2012.

c. Otros pasivos

Expresados en miles de euros

	2012	2011
Operaciones en curso	27.660	17.768
Opciones emitidas	3.392	1.144
Administraciones Públicas	23.770	20.863
Títulos Tomados	32.639	47.913
Pagos futuros operaciones corporativas	-	7.142
Otros Creditores Varios	30.634	19.935
	118.095	114.765

El epígrafe "Administraciones Públicas" se corresponde con los importes pendientes de pago con las administraciones, de los cuales 498 corresponden a la Caixa Andorrana de la Seguretat Social.

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 a 31 de diciembre de 2012 y 2011, y se distingue entre operaciones de negociación y de cobertura y por mercado al que pertenecen:

Expresados en miles de euros

2012	MERCADO	COBERTURA	NEGOCIACIÓN	TOTAL
Compraventa no vencida de divisas	No reglamentado	1.412.456	-	1.412.456
Opciones	No reglamentado	199.083	14.191	213.274
Permutas financieras	No reglamentado	418.705	3.066.405	3.485.110
Otros acuerdos	No reglamentado	580.761	91.107	671.868
		2.611.005	3.171.703	5.782.708

Expresados en miles de euros

2011	MERCADO	COBERTURA	NEGOCIACIÓN	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

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 presentan el siguiente detalle:

Expresados en miles de euros

2012	HASTA 1 AÑO	DE 1 AÑO A 5 AÑOS	MÁS DE 5 AÑOS	TOTAL
Compraventa no vencida de divisas	1.412.456	-	-	1.412.456
Opciones	31.875	4.983	176.416	213.274
Permutas financieras	1.113.047	2.301.370	70.693	3.485.110
Otros acuerdos	249.297	422.571	-	671.868
	2.806.675	2.728.924	247.109	5.708.708

Expresados en miles de euros

2011	HASTA 1 AÑO	DE 1 AÑO A 5 AÑOS	MÁS 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. Situación fiscal: Impuesto sobre sociedades

El Grupo tributa por el Impuesto sobre sociedades. Los beneficios, determinados de acuerdo con la legislación, están sujetos a un tipo de gravamen del 10% sobre la base de tributación, si bien, este primer año de aplicación del impuesto, cuenta con una reducción del 50% de la cuota de liquidación. De la cuota de tributación pueden practicarse determinadas deducciones de acuerdo con la legislación vigente en cada momento.

Los Administradores del Banco no esperan que, en caso de inspección de las autoridades fiscales, surjan pasivos adicionales de importancia.

Debido al diferente tratamiento que la legislación fiscal establece para determinadas operaciones, el resultado contable difiere de la base de tributación. A continuación se incluye una conciliación entre el resultado contable del ejercicio y la cuota de liquidación que la Sociedad espera declarar una vez aprobadas las presentes cuentas anuales, juntamente con un detalle de la liquidación prevista por la Sociedad:

Expresados en miles de euros

TOTAL	
Resultado contable antes de impuestos (*)	58.759
Diferencias permanentes	710
con origen en el ejercicio	710
con origen en ejercicios anteriores	-
Base contable del impuesto	59.469
Diferencias temporales	-
con origen en el ejercicio	-
con origen en ejercicios anteriores	-
Base de tributación	59.469
Tipo de gravamen al 10%	5.950
Cuota de tributación	5.950
Deducciones y bonificaciones	(710)
Cuota de liquidación	5.240
Bonificación cuota de liquidación del 50%	2.620
Retenciones y pagos a cuenta	(1.398)
Cuota diferencial	1.222

(*) Este importe corresponde a la suma de los resultados contables individuales de las sociedades del Grupo Andbank sujetos a la Ley del Impuesto de Sociedades de Andorra.

El gasto del ejercicio por el impuesto sobre beneficios se calcula como sigue:

Expresados en miles de euros

TOTAL	
Saldo de ingresos y gastos antes del impuesto sobre beneficios más diferencias permanentes	59.469
Base contable por el 10%	5.950
Deducciones, bonificaciones y reducciones	-
Bonificaciones en la cuota de liquidación del 50%	2.620
	2.620

A continuación se presenta una reconciliación entre el resultado contable antes de impuestos y el gasto por el impuesto de sociedades del ejercicio 2012.

Expresados en miles de euros

TOTAL	
Saldo de ingresos y gastos del ejercicio	59.469
10% del saldo de ingresos y gastos del ejercicio	5.950
Efecto fiscal de las diferencias Permanentes	-
Deducciones y bonificaciones del ejercicio corriente	(710)
Bonificación cuota de liquidación del 50%	2.620
Gasto / (ingreso) por impuesto sobre Beneficios	2.620

Según el cálculo estimado para el ejercicio 2012, la Sociedad dispone de las siguientes bases de tributación negativas a compensar contra eventuales beneficios fiscales futuros:

EJERCICIO DE ORIGEN	COMPENSABLES HASTA	MILES DE EUROS
2012	2022	(36)

16. Activos cedidos en garantía

El Banco no tiene a 31 de diciembre de 2012 y 2011 activos cedidos en garantía de sus compromisos o de compromisos de terceros.

17. Operaciones con entidades y personas vinculadas

El detalle de las operaciones con entidades y personas vinculadas que sobrepasan el 10% de los fondos propios a 31 de diciembre de 2012 y 2011 es el siguiente:

Expresados en miles de euros

2012	ACCIONISTAS	SOCIEDADES PARTICIPADAS	MIEMBROS DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN (NO ACCIONISTAS)	MIEMBROS DE LA DIRECCIÓN GENERAL (NO ACCIONISTAS)	OTRAS PARTES VINCULADAS
Bancos y entidades de crédito					
Activo	-	-	-	-	-
Pasivo	-	-	-	-	-
Inversiones crediticias	50.006	-	-	-	60.833
Cuentas de orden	17.116	-	-	-	61.851
Depósitos de clientes	278	-	-	-	615

Expresados en miles de euros

2011	ACCIONISTAS	SOCIEDADES PARTICIPADAS	MIEMBROS DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN (NO ACCIONISTAS)	MIEMBROS DE LA DIRECCIÓN 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 1 persona física, la cual no 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 2012 y 2011.

Las posiciones del Banco mantenidas con otras partes vinculadas corresponden a 1 persona física, la cual no es miembro del Consejo de Administración o miembro de la Dirección General.

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 2012 y 2011 no ha habido transacciones que representen más del 5% del resultado del ejercicio 2012 y 2011 respectivamente.

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

18. 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 a 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.

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 período 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 reprecación 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 Euríbor 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 2012 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 consecuencia 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 período histórico considerado para el cálculo de la matriz de correlaciones y las volatilidades es de tres años. Durante el año 2012, el VaR medio calculado para la cartera de inversión ordinaria y la cartera de negociación ha sido de 0,76 millones de euros, con un máximo de 1,38 millones de euros y un mínimo de 0,56 millones de euros. La posición media de la cartera de inversión ordinaria y de negociación

ha sido de 288 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 1.003 millones de euros, habiendo sido el VaR medio del 0,35% de la posición media invertida.

A lo largo del año 2012, 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 nivel de riesgo moderado.

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 la ratio de liquidez establecida por el INAF, el organismo supervisor del sistema financiero andorrano. Dicha ratio compara los activos líquidos y fácilmente movibles y los pasivos exigibles, y se fija en un mínimo del 40%. El Grupo ha mantenido una ratio de liquidez promedio durante el año 2012 del 73,11%, siendo a finales de año del 65,99%.

Desde principios de la crisis financiera internacional, 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 los ejercicios 2012 y 2011 los siguientes (en miles de euros):

Expresados en miles de euros

	2012	2011
RENTA FIJA – Posición destinada a “trading”	15.000	15.000
CAMBIOS – Posición global plazo/contado	6.000	6.000
INTERÉS- Pérdida patrimonial por subida de un 1% en la curva de tipo de interés (*)	5%	5%
RENTA VARIABLE- Posición adscrita a “trading”	6.000	6.000

(*) Límite sobre recursos propios

19. Cuentas de orden

A 31 de diciembre de 2012 y 2011, el detalle de este epígrafe de las cuentas de orden consolidadas adjuntas, de acuerdo con el tipo de valor, es el siguiente:

Expresados en miles de euros

	2012	2011
Acciones y otros títulos de renta variable	1.253.314	969.220
Obligaciones y otros títulos de renta fija	4.495.878	3.584.503
Participaciones de organismos de inversión no gestionados por el Grupo	861.345	599.885
Participaciones de organismos de inversión gestionados por el Grupo	687.001	-
Otros	8.670	7.367
	7.306.208	5.160.975

A 31 de diciembre de 2012, el epígrafe “Depósitos de valores y otros títulos en custodia” incluye 417.511 miles de euros (415.414 miles de euros en 2011) en concepto de garantía de diversas operaciones de activo con garantía de valores (véase Nota 6) y riesgo de firma.

A 31 de diciembre de 2012 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.

Las normas de valoración de valores y títulos en custodia se detallan en la nota 3.o.

20. Recursos gestionados de terceros

El detalle de los recursos gestionados de terceros, custodiados o no por el Grupo a 31 de diciembre de 2012 y 31 de diciembre de 2011, es como sigue:

Expresados en miles de euros

	2012			2011		
	Custodiados/ depositados por la entidad	Custodiados/ depositados por terceros	Total	Custodiados/ depositados por la entidad	Custodiados/ depositados por terceros	Total
Organismos de inversión colectiva	649.016	-	649.016	835.192	-	835.192
Carteras de clientes individuales gestionadas mediante mandato	1.873.067	806.414	2.679.481	726.326	2.123.587	2.849.913
Otros clientes individuales	5.597.785	2.121.507	7.719.292	5.474.808	-	5.474.808
Total	8.119.868	2.927.921	11.047.789	7.036.326	2.123.587	9.159.913

21. Otras cuentas de orden

El detalle de este epígrafe a 31 de diciembre de 2012 y 2011 es el siguiente:

Expresados en miles de euros

	2012	2011
Activos muy dudosos	57.003	48.816
Otros	154.536	142.358
Fiducias	87.265	73.244
Otros	67.271	69.114
Deuda pública emitida por el M.I.Govern	55.506	55.506
Títulos Propios no cotizados	8.287	8.510
Otros	3.478	5.098
	211.539	191.174

El apartado "Fiducias" incluye los títulos de renta variable no cotizados que la Entidad tiene por cuenta de terceros. Dichos títulos figuran por su valor nominal.

22. Cumplimiento de las normas legales

Ley 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 con vencimiento 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 (véase nota 7).

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 a 31 de diciembre de 2012 un importe de 190 miles de euros (266 miles de euros a 31 de diciembre de 2011) 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% de las inversiones totales de las entidades, deducidas

las realizadas con fondos propios y fondo de origen bancario. 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 20.900 miles de euros a 31 de diciembre de 2012 (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. A 31 de diciembre el saldo pendiente de cobro asciende a 301 miles de euros (342 miles de euros a 2011) 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 una ratio de solvencia, formulada a partir de las recomendaciones del Basel Committee on Banking Regulation and Supervisory

Practices, como mínimo del 10%, determinada 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 una ratio de liquidez como mínimo del 40%.

Las ratios de solvencia y de liquidez de los estados consolidados, determinadas de acuerdo con esta ley, ascendían a 31 de diciembre de 2012 a 21,39% y 65,99% respectivamente, (22,56% y 68,41% a 31 de diciembre de 2011).

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 15,93% de los fondos propios (15,33% en el ejercicio 2011). 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 116,40% (114,07% para el ejercicio 2011).

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.

Se contabiliza como impuesto la diferencia entre el importe resultante de la declaración tributaria de los datos consolidados y la suma de los importes resultantes de las declaraciones individuales de las sociedades participadas.

De acuerdo con la *Llei 3/2005, del 21 de febrer, de modificació del tipus de gravamen de l'impost indirecte sobre la prestació de serveis bancaris i de serveis financers* el tipo de gravamen aplicable durante el ejercicio 2012 es del 9,5%, siendo del 12% en el ejercicio 2011.

Los pagos a cuenta por el impuesto indirecto sobre la prestación de servicios bancarios realizados por el Banco durante los ejercicios 2012 y 2011 se contabilizan en el epígrafe "Otros Activos - Otros" del balance de situación adjunto (véase nota 13).

El importe registrado a 31 de diciembre de 2012 por el impuesto indirecto sobre la prestación de servicios bancarios y financieros ha sido de 15.400 miles de euros (14.694 miles de euros en 2011). 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.

Ley del Impuesto sobre la Renta de No Residentes Fiscales.

El M.I. Consejo General del Principado de Andorra, en su sesión del 29 de diciembre de 2010, aprobó la del Ley del impuesto sobre la renta de los no-residentes fiscales. Este impuesto, de carácter directo, tiene como objetivo grabar las rentas obtenidas en el territorio del Principado de Andorra por las personas físicas o jurídicas no-residentes fiscales en el mismo.

La cuota de liquidación del impuesto se calcula restando la deducción por doble imposición de la base de tributación, determinada de acuerdo con lo que prevé la Ley del impuesto sobre la renta de los no-residentes fiscales.

De acuerdo con la *Llei 18/2011 de l'1 de desembre, de modificació de la Llei 14/2010, del 29 de desembre, de l'impost sobre la renda dels no-residents fiscals*, el tipo de gravamen aplicable en el ejercicio 2012 asciende al 10% con carácter general, al 1,5% cuando se trate de rendimientos derivados de operaciones de reaseguro y al 5% cuando se trate de rentas satisfechas en concepto de canon.

Los pagos a cuenta del impuesto sobre la renta de los no-residentes fiscales realizados por el Banco durante los ejercicios 2012 y 2011 se contabilizan en el epígrafe "Otros activos - Impuestos" del balance de situación adjunto (véase nota 13).

23. 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.

24. Hechos posteriores

Con posterioridad al cierre del ejercicio 2012 no se ha producido ningún hecho significativo con impacto en las cuentas anuales del ejercicio 2012.

25. Explicación añadida para la traducción al español

Estos estados financieros consolidados se presentan de conformidad con el marco normativo de información financiera aplicable al Grupo (véase Nota 2). Determinados criterios contables aplicados por el Grupo 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 es un aspecto primordial 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

La función de seguimiento y control permanente del riesgo a nivel global está asignada a: Chief Risk Officer (CRO), del que dependen los departamentos Riesgo de Crédito y que se encarga de gestionar y controlar el riesgo de crédito con clientes; Middle Office, que supervisa el riesgo de tipo de interés, el de tipo de cambio, el riesgo de mercado, el riesgo de contrapartida (exceptuando el de clientes), el riesgo país y el riesgo de liquidez; Controller Europa y Controller LatAm, que controlan la actividad de las filiales internacionales para asegurar que se realiza dentro del marco regulador establecido y se cumplen los requisitos del supervisor de cada jurisdicción, y Riesgo Operativo, que supervisa los riesgos operativos de la entidad. Adicionalmente, como función global, los responsables de control de riesgo de cada una de las entidades que forman parte del Grupo dependen funcionalmente del CRO, que ejerce la supervisión de su actividad y asegura que, más allá de los requisitos locales, se apliquen unos estándares de control homogéneos a todo el Grupo.

Por otra parte, el departamento Auditoría Interna asume un rol de control puntual de los riesgos mencionados, que pondría de manifiesto el incumplimiento o la asunción de riesgos no autorizados y plantearía las medidas correctoras, en el supuesto de que esto no hubiera sido detectado y reportado por los diferentes responsables de control permanente.

El marco de control de riesgo lo forman 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 los que se basa 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. Además, 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.

Dentro del 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 periódicamente durante el año 2012, con el objetivo de incorporar los cambios en la calidad crediticia, causados por la revisión a la baja de los *ratings*, y la ampliación de la prima de riesgo de determinados países, especialmente los del sur de Europa.

En cuanto a los límites de riesgos asignados a instituciones financieras, se consideran factores como el *rating* y el capital *Tier 1*, 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. La revisión de límites se ha efectuado en diversas ocasiones durante el año pasado, a raíz de la volatilidad en los *spreads* de crédito de las instituciones financieras del sur de Europa, paralelamente a la crisis de la deuda soberana, los desarrollos en el fondo de rescate del sistema bancario español y la inyección de capital en algunas entidades.

Como responsable de la gestión del riesgo de tipo de interés, el riesgo de tipo de cambio, el riesgo de país y de contrapartida, el riesgo de liquidez y el riesgo de mercado, el COAP se reúne con periodicidad mensual. Además, a raíz de la inestabilidad generada por la situación de la deuda de los países europeos y la ampliación del riesgo de crédito de las entidades financieras, se ha mantenido una mayor flexibilidad para tomar decisiones a partir de reuniones puntuales no planificadas. Adicionalmente, es responsabilidad de este comité la gestión del balance y la gestión del capital, con el fin de mantener un alto nivel de solvencia del Grupo. Por su parte, 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 conforme al marco legal y reglamentario establecido y evaluar los resultados y los riesgos está asignada al Comité de Seguimiento de Gestión,

que se reúne con periodicidad mensual. Este comité tiene delegado el seguimiento de la gestión de patrimonios en el departamento *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.

2012, un año más de continuidad en la crisis financiera

Como los dos años anteriores, el 2012 ha estado marcado por la crisis de la deuda soberana de los países de la eurozona, centrada principalmente en los países periféricos, así como por la moderación del crecimiento económico mundial, con la entrada en recesión de numerosos países europeos a lo largo del año. En este grupo, el país sobre el que se han centrado todas las miradas y que ha recibido fuertes presiones de los mercados financieros ha sido España. A pesar de la fuerte política de austeridad impuesta por el Gobierno español y las reformas de empresas, el escenario de una economía en recesión, el nivel de desempleo más alto de la eurozona (junto con Grecia) y las dificultades para alcanzar los objetivos de déficit han contribuido a generar incertidumbre con respecto a la necesidad de un rescate del país ibérico. Por todo ello, la prima de riesgo española se mantuvo a unos niveles particularmente elevados durante el segundo y tercer trimestre del año, alcanzó niveles máximos históricos en el mes de julio, y se relajó cuando el Banco Central Europeo emprendió acciones masivas de compra de deuda soberana de los países con un coste de la deuda más elevado.

Uno de los factores que ha generado una mayor tensión sobre la prima de riesgo española ha sido la delicada situación del sistema financiero. A finales de mayo, Bankia solicitó al Gobierno una inyección de fondos de 19.000 millones de euros (previamente había recibido 4.500 millones del FROB) y *de facto* fue nacionalizada. Unas semanas antes tanto Moody's como Standard & Poor's ya habían hecho revisiones a la baja del *rating* de buena parte de las entidades financieras

españolas, y se redujeron las entidades más débiles al nivel de grado especulativo. En junio el Gobierno español solicitó al Eurogrupo una ayuda financiera de hasta 100.000 millones de euros para sanear el sistema financiero, después de que evaluadores independientes estimaran necesidades de capital de hasta 62.000 millones de euros en el escenario más adverso analizado. A continuación, Moody's revisó de nuevo a la baja el *rating* de la gran mayoría de entidades financieras españolas.

El encarecimiento de las emisiones de deuda pública no sólo ha afectado a los bonos españoles, sino también a la deuda italiana. Por su parte, Grecia ha aplicado nuevas medidas de austeridad para poder desbloquear los fondos previstos en el plan de rescate acordado con la Unión Europea y el FMI. Chipre, otro estado europeo, solicitó el rescate a mediados de año.

Antes de que acabara el año, los jefes de estado europeos acordaron avanzar en la unión bancaria, con la designación del Banco Central Europeo como supervisor único de los bancos de la eurozona. La fecha prevista para asumir esta función sería a partir del mes de enero del 2014.

El Grupo Andbank ha adaptado la gestión de riesgos a los acontecimientos ligados a la crisis financiera europea, en especial, las tensiones que se han producido con la deuda pública y financiera española, con revisiones periódicas de los límites de riesgo que tenían como objetivo reducir la exposición en aquellos países y contrapartidas que habían sufrido descensos en el *rating* y un repunte al alza del *spread* de crédito de su deuda. Esta gestión dinámica del riesgo de contrapartida, un enfoque conservador y una supervisión constante han permitido mantener un nivel de riesgo moderado de acuerdo con la política de riesgos del Grupo.

Los objetivos del Grupo en términos de gestión del riesgo para el año 2013 se centran en supervisar la evolución de la crisis de la deuda soberana europea y la aplicación de las medidas de saneamiento y recapitalización de las entidades del sistema financiero, así como en mantener la flexibilidad para hacer frente a los nuevos desarrollos en los mercados financieros y

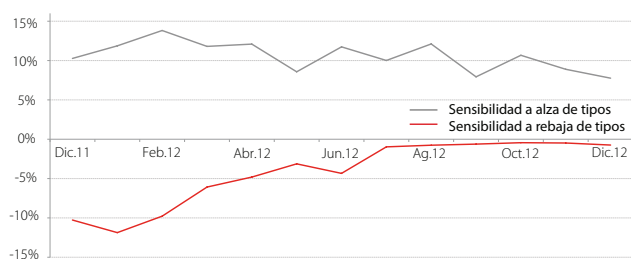
para implementar en tiempo y forma las medidas adecuadas para limitar el perfil de riesgo.

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.

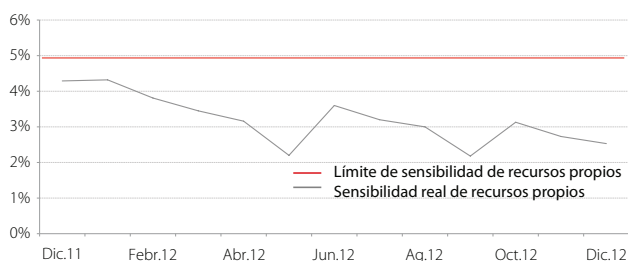
En la coyuntura de tipos de interés históricamente bajos de los últimos años, el Grupo mantiene una exposición positiva a desplazamientos de la curva de tipo de interés, es decir, el margen financiero del Grupo aumentaría en caso de un repunte de los tipos de interés y, a la inversa, se vería reducido en caso de una disminución de los tipos de interés. Sin embargo, a los niveles de tipos actuales esta sensibilidad es asimétrica, y es de mayor magnitud la sensibilidad positiva que la negativa. De este modo, el *gap* de reprecitaciones de los activos y pasivos sensibles a los tipos de interés del balance es positivo, es decir, globalmente la reprecitación de los activos es anterior en el tiempo a la de los pasivos. Este posicionamiento tiene el origen en la cesión de depósitos en el interbancario a plazos muy cortos y en la posesión de una cartera de inversión de renta fija principalmente en bonos con la rentabilidad ligada al EURIBOR a 3 ó 6 meses o bonos a tipo fijo con vencimientos a corto y medio plazo, aunque una parte de la cartera está compuesta por bonos a tipo fijo de vencimientos largos que permiten generar un margen adicional, y aumentan la duración del activo del balance. Durante el año 2012 se han contratado futuros con la finalidad de cubrir temporalmente el riesgo de tipo de interés de bonos a tipo fijo de la cartera de negociación, así como *interest rate swaps* para cubrir el riesgo de duración de bonos a largo plazo de la cartera de inversión al vencimiento.

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 2012, la sensibilidad de los recursos propios ha sido positiva, 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. Diariamente se hace un seguimiento de las operaciones de cambio al contado y a plazos a fin de que la posición abierta de divisa se mantenga

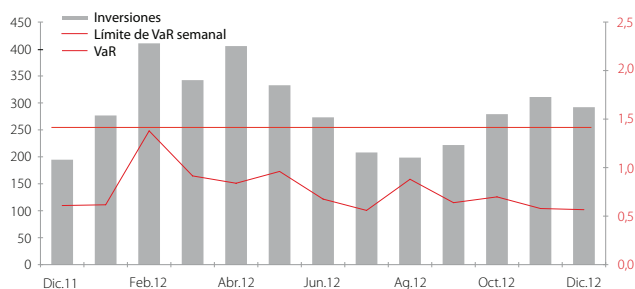
dentro de los límites autorizados. A finales de año, la posición abierta global era de 4,13 millones de euros, cuando el límite global de posición neta abierta en divisas es de 6 millones de euros. A lo largo del año, la posición neta corta máxima ha sido de -5,76 millones de euros y la posición neta larga máxima ha sido de 4,13 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 2012, no se ha superado este límite de VaR en ningún momento. Así, el VaR medio calculado para la cartera de inversión ordinaria y la cartera de negociación ha sido de 0,76 millones de euros, con un máximo de 1,38 millones de euros y un mínimo de 0,56 millones de euros, mientras que la posición media de la cartera de inversión ordinaria y de negociación ha sido de 288 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 1.003 millones de euros, habiendo sido el VaR medio del 0,35% de la posición media invertida.

VaR cartera de inversión ordinaria y de negociación



Riesgo de Crédito

El riesgo de crédito hace referencia a la pérdida potencial procedente 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 operación 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 al riesgo 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 ha evolucionado la crisis de la deuda soberana se han actualizado las líneas con el fin de reducir la exposición a los países afectados y mantener así un nivel de riesgo moderado.

La concesión de límites es más estricta para aquellas exposiciones a contrapartidas en las que no existe un colateral

como garantía. En estos casos, se requiere que la contrapartida tenga un *rating* de alta calidad crediticia partiendo de 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 con 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.

A fin de reducir la exposición al riesgo, el Grupo utiliza valores como colateral en diversas operaciones, básicamente transacciones con derivados OTC, operaciones *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. Durante el año 2012 Andbank ha aumentado el número de contrapartidas con las que tiene firmados contratos ISDA, CSA y GMRA, que permiten diversificar las contrapartidas con las que efectuar transacciones con derivados y, al mismo tiempo, limitar la exposición al riesgo de la contrapartida. Al mismo tiempo, se está llevando a cabo 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 en las que existe una exposición al riesgo que hay que mitigar.

En el tramo final del año, la cartera de renta fija del Grupo se ha visto afectada positivamente por el estrechamiento de los diferenciales de crédito de los emisores soberanos y financieros europeos. Así, aquellas posiciones con mayor duración de la cartera de inversión al vencimiento han experimentado una recuperación de valor significativa, mientras que una parte de las emisiones de la cartera de inversión ordinaria y de negociación se han vendido en el mercado con plusvalías. Con respecto al riesgo crediticio, la cartera de renta fija está compuesta por emisiones en las que el Grupo mantiene una exposición directa al riesgo del emisor y/o garante, y que en su gran mayoría 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 cuales el riesgo ha sido transferido a sus clientes. La clasificación de la cartera de renta fija según el *rating* del emisor es la siguiente (en miles de euros):

Rating	Cartera de renta fija		Total
	Con exposición al riesgo del emisor y/o garante	Con transferencia del riesgo a los clientes	
AAA	45.814	-	45.814
AA+ hasta AA-	258.812	-	258.812
A+ hasta A-	238.688	4.493	243.181
BBB+ hasta BBB-	412.385	1.606	413.991
Grado de inversión	955.699	6.099	961.798
BB+	12.239	7.626	19.865
B+	-	2.825	2.825
Grado especulativo	12.239	10.451	22.690
Total	967.938	16.550	984.488

Con respecto a la exposición al riesgo de crédito por operación con clientes, la inversión crediticia del Grupo se sitúa en 1.824 millones de euros, principalmente en pólizas de crédito y préstamos, y destacan las operaciones con garantía hipotecaria (940 millones de euros) y garantía pignoratícia (476 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 (riesgo irregular y comisión delegada). Las concentraciones en riesgo de crédito se revisan con periodicidad semanal, con un seguimiento a fin de que estén dentro de los parámetros marcados por el supervisor y estableciendo 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 en relación con la 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.

La ratio de morosidad del Grupo es del 3,69%, situándose por debajo de la media de las instituciones financieras de los países vecinos. Durante el año 2012, el Grupo ha mantenido una política de dotaciones conservadora y la ratio de cobertura se ha incrementado del 46,03% al 49,02%. Además, durante el año se ha procedido a la regularización de saldos antiguos y que se encontraban totalmente dotados por un importe de 9,2 millones de euros.

Riesgo de liquidez

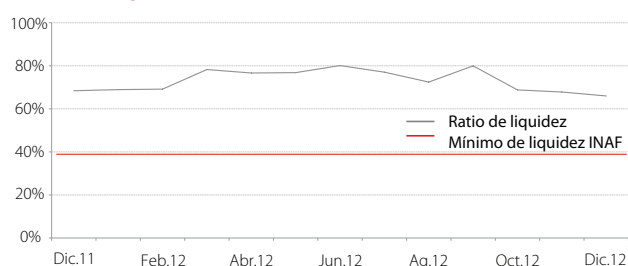
El riesgo de liquidez se define como el riesgo de que el Grupo no pueda hacer frente a sus compromisos de pago en un momento determinado, ya sean los ocasionados por el vencimiento de depósitos, la disposición de líneas de crédito concedidas o los requerimientos de garantías en operaciones con colateral, entre otros. La mayor parte de la financiación proviene de los depósitos de clientes, y el mercado interbancario, principalmente mediante operaciones *repo*, es una fuente adicional de financiación. 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 relevante.

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* controla la posición de liquidez cada día, verificando 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 financiables con *repo*.

Mensualmente se calcula la ratio de liquidez establecida por el INAF, el organismo supervisor del sistema financiero andorrano. Esta 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 en un corto periodo de tiempo. La ratio de liquidez media del Grupo durante el año 2012 ha sido del 73,11%, y a finales de año se ha situado en el 65,99%.

Ratio de liquidez



Desde el inicio de la crisis financiera internacional se está elaborando con periodicidad mensual un plan de contingencia de la liquidez del Grupo, mediante el que se evalúa cuál es la liquidez contingente en función de diferentes 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 hasta al cabo de una semana, los bonos financieros con vencimiento a corto plazo y los volúmenes para los que no se ha dispuesto 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 operaciones *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 experimentado en una semana, aplicando un factor de estrés. Durante el segundo trimestre del año, este plan ha sido revisado, de tal forma que en el nuevo análisis de liquidez de contingencia se pone énfasis en escenarios de flujos de salida probables de liquidez y en la identificación de las fuentes de liquidez, que se priorizan en función de la rapidez en la disponibilidad y en el impacto estimado en la cuenta de resultados de su utilización.

Riesgo operacional

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

El Grupo considera el riesgo operacional como una categoría de riesgo que requiere una gestión integral del riesgo, tal como se realiza con otras categorías de riesgos bancarios, como el riesgo de crédito o el riesgo de mercado. Así, el Grupo tiene establecido un proceso continuo de gestión del riesgo operacional que se realiza en cuatro etapas:

- Identificar los riesgos operacionales a los que está expuesta cada entidad del Grupo y registrar los acontecimientos operativos que hayan ocasionado pérdidas o beneficios imprevistos.
- Evaluar y medir el impacto potencial y real de los riesgos identificados, así como la probabilidad de ocurrencia futura.
- Seguimiento de la evolución de los riesgos identificados previamente.
- Control y mitigación de los riesgos a través del establecimiento de planes de acción de mejora sobre los procesos y controles relacionados.

El área de Control y Seguimiento del Riesgo es responsable de la gestión de este riesgo, y mantiene una base de datos de incidencias operacionales, que analiza y presenta las medidas correctivas a la Dirección General.

El funcionamiento eficiente del sistema de control interno genera un valor añadido en el Grupo en tanto que permite mejorar la 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. Por una parte, el Grupo tiene aprobado un código ético de obligado cumplimiento por parte de todos los empleados, que incluye los procedimientos para la prevención del blanqueo de dinero, y 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 otra parte, 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 previamente al lanzamiento de cualquier producto, los departamentos implicados en el control (entre otros, *Middle Office*, Auditoría Interna, el Departamento Jurídico y el de Cumplimiento Normativo) manifiesten su opinión con respecto a la adecuación del producto, sus características y los riesgos asociados previamente a la comercialización del producto.

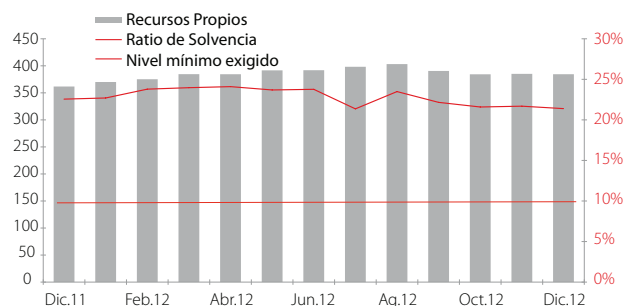
Además, el Grupo opera conforme a los parámetros recogidos en la Ley 14/2010 (adaptación de la Directiva europea sobre mercados de instrumentos financieros; MIFID en inglés), que influye en la mayor transparencia y protección de los clientes en el momento de contratar productos y servicios financieros.

Gestión del capital

En la gestión del capital, el objetivo no es únicamente el de mantener una ratio de capital que resulte suficiente para soportar las actividades de negocio actuales y futuras, y cumpla con los requisitos del supervisor, sino también el de disponer de un nivel de capital que refleje la fortaleza financiera y la elevada solvencia del Grupo. Esta alta solvencia permite dar un buen nivel de confianza y de seguridad a los clientes, a las entidades financieras con las que Andbank mantiene relaciones y, en general, a todos los grupos de interés.

A finales de año la ratio de solvencia del Grupo se sitúa en el 21,39%, por encima del doble del nivel mínimo exigido por el supervisor, del 10%, y superior a la ratio comparable, que es la media de las instituciones financieras europeas. De este modo, los recursos propios ajustados ascienden a 384,45 millones de euros y el Grupo mantiene un excedente de recursos propios de 204,73 millones de euros. En cuanto a la ratio de *core equity*, se sitúa en el 17,92% y el importe de *core capital* neto de activos inmateriales es de 322,04 millones de euros.

Nivel de recursos propios ajustados y ratios de solvencia



El día 1 de enero del año 2013 era la fecha prevista para la entrada en vigor de los nuevos requisitos de capital acordados por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea en el año 2010. Las medidas aprobadas incluían el incremento de los requisitos mínimos de capital de las entidades financieras, que aumentarán progresivamente hasta el 1 de enero de 2015, fecha en la que el *core equity* tendrá que ser como mínimo del 4,5% y las entidades tendrán 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, la ratio *Tier I* mínima aumentará hasta el 8,5% y la ratio de capital total mínima hasta el 10,5%. En este nuevo entorno regulador más exigente con respecto a requisitos de capital, el Grupo Andbank se encuentra en una posición de solvencia excelente.

7. Consejo de Administración y Organización

Presidencia

Òscar Ribas
Presidente Honorario

Manel Cerqueda
Presidente

Oriol Ribas
Vicepresidente

Consejo de Administración

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

Manel Ros
Consejero

Jordi Comas
Consejero Delegado

Xavier Santamaria
Consejero

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

Josep Sansa
Secretario (no consejero)

Enric Palmitjavila
Consejero

Josep Vicens
Consejero en representación de IGESA

Dirección General



Jordi Comas
Consejero Delegado



Ricard Tubau
Director General



José Luis Muñoz
Director General Adjunto
Servicios Corporativos

Estructura Organizativa



Carlos Aso
Subdirector General
Banca Privada y
Marketing



Josep Ma. Cabanes
Subdirector General
Banca País



Josep X. Casanovas
Subdirector General
Riesgos
(CRO)



Jordi Checa
Subdirector General
Recursos Humanos y
Medios



Àlex Fusté
Economista Jefe



Josep García
Subdirector General
Planificación Patrimonial



Uriel González
Director Área
Cumplimiento
Normativo

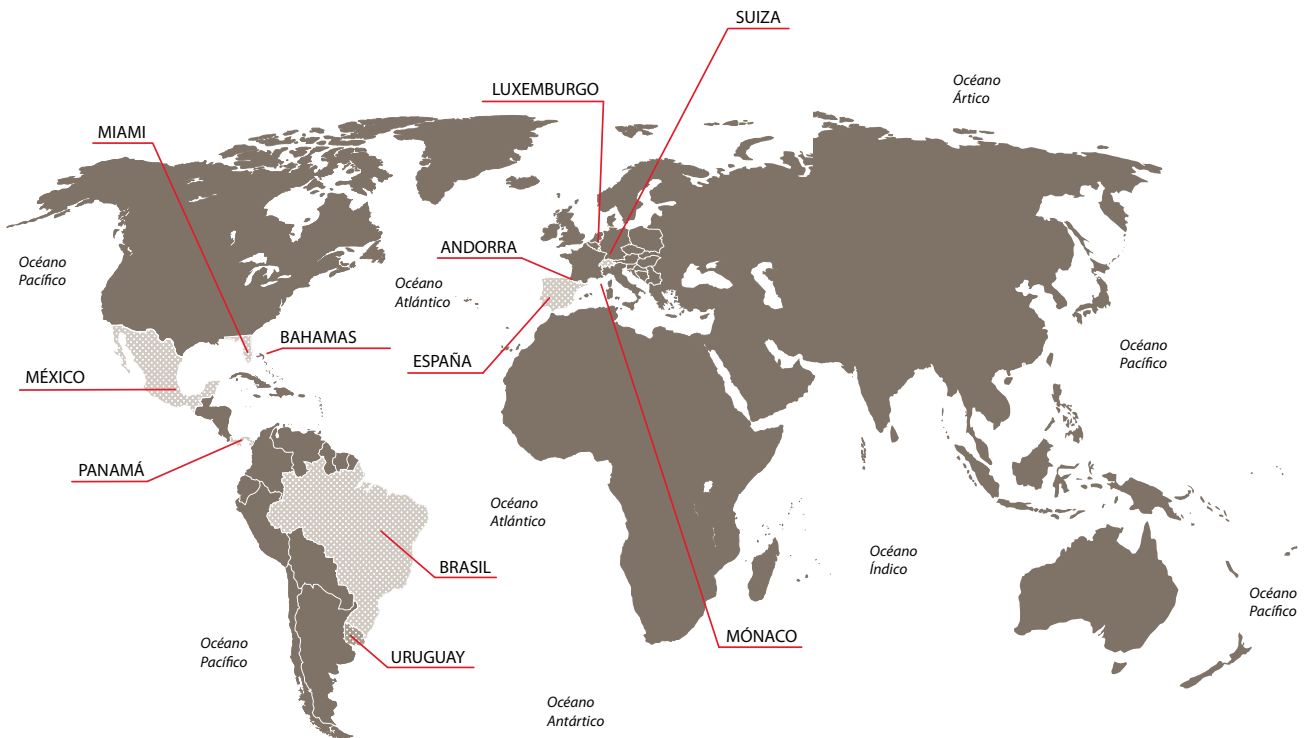


Ángel Martínez
Subdirector General
Organización y Sistemas



Santiago Mora
Subdirector General
Inversiones

8. Localizaciones y Direcciones



ANDORRA

Andorra Banc Agrícol Reig, S. A. Licencia Bancaria

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

Andorra Gestió Agrícol Reig, S. A. Gestora de Fondos de Andorra

C/Manuel Cerqueda i Escaler, 4
AD700 Escaldes-Engordany. Andorra
Tel. +376. 873. 333
comunicacio@andbank.com

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,
2179 - 8º andar Jd.
Paulistano, CEP 01452-000
São Paulo - SP. Brasil
T. +55. 113. 095. 70. 70
contato@lla.com.br

ESPAÑA

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

Oficina Alicante
Paseo de la Explanada, 2
Entresuelo izda.
03002 Alicante. España
T. +34. 96. 506. 48. 92
info.spain@andbank.com

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

Oficina La Coruña
C/ Betanzos 1, 1º izda.
15004 La Coruña. España
T. +34. 98. 122. 29. 71
info.spain@andbank.com

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

Oficina Valencia
C/ Doctor Romagosa 1, 4ª W
46002 Valencia. España
T. +34. 96. 303. 09. 70
info.spain@andbank.com

Oficina Vigo
C/ Urzaiz, 5, 1ª
36001 Vigo. España
T. +34. 98. 622. 93. 90
info.spain@andbank.com

Medipatrimonia Invest S. L. Medivalor AV. , Agencia de Valores , S.A.U.

**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. 51
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
7A Rue Robert Stümper
L-2557 Luxembourg
T. +35. 227. 497. 61
info.luxembourg@andbank.com

MÉXICO

Columbus de México, S. A. de C. V. Gestora de Patrimonios

Blvd. Adolfo López Mateos 2370, 1º
Colonia Altavista
01060 México D.F. , México
T. +52. 555. 377. 28. 10
columbus@columbus.com.mx

MIAMI

Andbanc Wealth Management LLC Holding

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

Andbanc Brokerage LLC Compañía de Broqueraje

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

Andbanc Advisory LLC Gestora de Patrimonios

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

MÓNACO

Andbanc Monaco SAM Licencia Bancaria

1, Avenue des Citronniers - BP 97
MC 98002 Monaco Cedex
Principauté de Monaco
T. +37. 793. 253. 013
info@andbank-monaco.mc

PANAMÁ

Andbanc (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

Sede central de Andbank en Andorra

