



Memoria Anual 2010

Índice Memoria 2010

- 
0. Principales datos del Grupo Andbanc
 1. Carta del Presidente y del Director General
 2. Evolución económica y mercados financieros 2010
 3. Perspectivas económicas y previsión para mercados financieros 2011
 4. Informe de Auditoría y Estados Financieros Grupo Andbanc
 5. Gestión del Riesgo
 6. Indicadores Sociales
 7. Consejo de Administración y Organización
 8. Localizaciones y Direcciones

0. Grupo Andbanc

Principales datos del Grupo Andbanc

Cifras en miles de euros

VOLUMEN	2010	2009
Activo Total	3.205.064	2.948.787
Inversiones Crediticias Brutas	1.637.528	1.623.189
Recursos de Clientes	7.694.488	7.171.255
Volumen de Negocio	9.332.016	8.794.444
Recursos Propios	415.490	340.741

RESULTADOS	2010	2009
Resultados	40.778	44.357
Resultados antes de impuestos directos	53.530	56.065
Margen Financiero	45.104	43.352
Margen Básico	131.779	107.754
Margen Ordinario	141.684	136.437
Margen Explotación	58.460	57.890

RATIOS	2010	2009
ROE	10,60%	14,41%
ROA	1,35%	1,30%
Eficiencia	51,38%	50,71%
Morosidad	3,83%	4,60%
Solvencia	22,29%	20,21%

RATING (FITCH RATINGS)	2010	2009
Largo plazo	A -	A -
Individual	B/C	B/C
Corto plazo	F2	F2

1. Carta del Presidente



Carta del Presidente

A pesar de que el año 2010 ha visto un aumento de crecimiento del 3,8% a escala mundial, la dinámica de las políticas económicas ha sido muy diferente en cada zona. Si bien la tímida recuperación global ha sido uno de los factores evidentes del 2010, la percepción de recuperación no ha sido homogénea en todos los territorios. Mientras la Zona Euro crecía un 1,7%, los países emergentes asiáticos lo hacían a un ritmo del 8,9%.

Esta asimetría de crecimiento también se dejó notar en los países desarrollados. La Zona Euro empezó la primera mitad del año con un fuerte ritmo de crecimiento, mientras que EE.UU. desaceleró su actividad económica. Aún así, en la segunda mitad la Zona Euro redujo este ritmo y se moderó en su actividad. Por el contrario, EE.UU. vivió un buen segundo semestre, en el que se expandió la economía.

No fue igual en las economías emergentes que lograron un ritmo de crecimiento mayor. El crecimiento de los países emergentes se debió a dos palancas: en el ámbito externo, por la recuperación del consumo en Occidente que puso en marcha el sector exportador y por la demanda interna con una fuerte expansión del crédito.

Lo más destacable que podemos remarcar de este año es que el ritmo de crecimiento se moderó globalmente durante la segunda mitad del año, pero con una consolidación del desarrollo económico mundial.

Aun así, a principios de 2010 se vivió un nuevo episodio de crisis financiera internacional, con el foco del problema situado en Grecia. Después de la bajada de su rating a finales del 2009, se conocieron las cifras reales de su déficit y endeudamiento. A partir de aquí, el coste para emitir deuda griega fue incrementándose hasta llegar a un nivel insostenible y Grecia tuvo que recibir fondos del FMI y de la Unión Europea para reducir el nivel de endeudamiento, aplicando severas medidas de austeridad.

La crisis de este país contagió a otras economías europeas que vieron en peligro su rating y su capacidad para enfrentarse a las deudas adquiridas, principalmente Irlanda, Italia, Portugal y España. La primera, debido al elevado coste de rescate del sector bancario, recibió aceleradamente presiones para aceptar la ayuda de los fondos de la UE y el FMI. Las otras economías observaron como su rating se revisaba a la baja y les exigían un diferencial de crédito más elevado para emitir deuda, viéndose forzadas a aplicar también medidas de austeridad y a flexibilizar sus economías.

Con respecto a los países emergentes, en 2010 han experimentado una expansión económica de casi el 9%. El ritmo de crecimiento de la principal economía de esta zona, China, llegó a primeros de año a una tasa interanual del 12%. A partir de aquí, esta tasa se fue moderando hasta llegar a un ritmo inferior al 10%. Uno de los factores que explican esta aceleración es la dinámica de consumo de EE.UU., que ha influido en el buen ritmo de las exportaciones asiáticas hacia el país. Igualmente, la evolución del crédito interior también ha tenido un fuerte papel viendo como el volumen de nuevos créditos no ha bajado de los 500.000 millones de Yuans mensuales (52.890 millones de Euros). En lo referente a la inflación, ésta aumentó hasta el 6,2% y con una clara tendencia alcista, sufriendo, sobre todo, tensiones en los precios de las materias primas y de los alimentos, que afectan a la mayoría de países de la región.

Referente a América del Sur, los diferentes países del área se han visto beneficiados por varios factores. La mayoría han sido favorecidos por el fuerte repunte de las materias primas puesto que muchos de estos países tienen una cartera exterior fuerte, sobre todo en productos agropecuarios y minerales. Otros han tenido un crecimiento de la inversión en capital fijo o una fuerte demanda interna que les ha ayudado a mantener el elevado ritmo de actividad industrial. Pero tendremos que ver como evoluciona el aumento de precios en esta zona y, en definitiva, el índice de inflación.

A nivel nacional, Andorra ha visto cómo, por primera vez en la historia del país, el Gobierno ha realizado una emisión de letras del tesoro para dar una respuesta a la financiación pública. Esta vía, habitual en la mayoría de países para financiar la deuda pública con dinero del inversor, ha sido todo un éxito. En este contexto, las entidades bancarias del país también hemos tenido un papel importante, asegurando la totalidad de venta de las letras.

El país ya ha logrado el reto de entrar en la lista blanca de la OCDE. A pesar de esta noticia positiva para Andorra, la situación más complicada para las entidades financieras fue reducir el recelo y dudas de los clientes sobre consultas en lo referente al secreto profesional y a las particularidades de los convenios firmados. Los convenios rubricados garantizan el buen funcionamiento del sector y reafirman el mantenimiento de la confidencialidad. Adicionalmente, la inquietud de nuestros clientes se ha visto menguada por el ejercicio de consignas de acercamiento y transparencia que Andbanc ha ido realizando durante todo el año para dar respuesta a las nuevas necesidades y a los requerimientos de un entorno que es cada vez más exigente.

En 2010 nuestra Entidad ha celebrado los 80 años de su fundación. Somos el banco decano del país, y a la vez nos esforzamos día a día para ser el más innovador y competitivo y para acontecer un banco privado de referencia. Esto lo conseguimos con la atracción y desarrollo del talento y una cultura de rigor y de esfuerzo para llegar a obtener unos buenos resultados, superando los objetivos y retos que nos marcamos para el 2010.

Nos hemos consolidado como el segundo banco de la plaza, y hoy gestionamos, a pesar de la fuerte crisis financiera de los últimos dos ejercicios, el mayor volumen de recursos de clientes en la historia de nuestro banco. Hemos aumentado los recursos gestionados en los dos últimos ejercicios y en este último por encima del 7%. Los beneficios se han mantenido en torno a los 40 millones de euros, en un año en que hemos continuado invirtiendo en nuestra expansión internacional y hemos mantenido un elevado ratio de *core capital* de 19%.

La estrategia, gestión y perfil de riesgo del banco mantienen el reconocimiento de la agencia Fitch Ratings quien nos califica con un rating a largo plazo de A- y un individual B/C. Esta calificación es un reflejo de una marca consolidada en el ámbito nacional, una gestión dinámica y buena solvencia y liquidez, así como satisfactorios niveles de rentabilidad.

En 2010, segundo año de la implantación de nuestro Plan Estratégico 2009-2013, nos pusimos como objetivo prioritario continuar consolidando la expansión internacional y el crecimiento en el negocio tradicional del país y de banca privada, identificando oportunidades y entrando en aquellos segmentos en los que vemos un elevado potencial para hacer más sólido el modelo de negocio que se está llevando a cabo.

Durante este año hemos conseguido ampliar algunas de las localizaciones siguiendo los objetivos que nos habíamos marcado. Así, además de la licencia bancaria en Panamá hemos iniciado la actividad bajo la licencia de Casa de Valores. En Luxemburgo, donde ya operaba la gestora de fondo de inversión y carteras, hemos empezado a operar con licencia bancaria y, a través de ésta, se ha abierto una oficina de representación en Hong Kong. El Grupo Andbanc ya está presente en tres continentes y fortalece así su proceso de internacionalización.

Nuestro plan de crecimiento ha reafirmado nuestro liderazgo en la expansión internacional, y en un breve periodo de tiempo hemos obtenido dos licencias bancarias adicionales así como el control de gestoras internacionales de primer nivel como la mexicana Columbus de México o la uruguaya Quest Capital Advisers. Adicionalmente estamos trabajando para que pronto tengamos una presencia relevante en Chile y Miami. Estos hechos contribuirán todavía más a posicionarnos como un banco privado de referencia en Hispanoamérica.

En 2011 seguiremos con nuestros objetivos de crecimiento, tanto en el negocio tradicional del país y de banca privada como en la consolidación de la expansión internacional. Lucharemos para preservar los hitos que hemos logrado y conseguir los retos que nos vamos imponiendo para posicionarnos como un banco de referencia en banca privada.

Un año más quiero aprovechar la ocasión para agradecer al excelente equipo de profesionales del banco el esfuerzo para dar cada día un mejor servicio a nuestros clientes, nuestra razón de ser. Año tras año este esfuerzo se ve recompensado por la confianza que los clientes han depositado en nosotros.

Los accionistas estamos desarrollando un proyecto a largo plazo para el banco con el fin de acontecer un banco global de banca privada. El mundo es global y aspiramos a ser un banco global.

El año anterior mencionaba que todavía nos quedaba por delante algún año muy complicado. Aún nos quedan, previsiblemente, uno o dos años en un entorno difícil. Pero con la perseverancia de nuestro trabajo, la confianza de nuestros clientes y la dedicación y compromiso de todo el equipo que forma el Grupo Andbanc, confío en que lograremos los objetivos que nos hemos marcado.



Manel Cerqueda Donadeu
Presidente del Consejo de Administración

Carta del Director General



Carta del Director General

Con la economía global encontrándose en el camino de la recuperación sostenible, pero a velocidades muy diferentes, el año 2010 ha terminado siendo otro año lleno de movimientos en los mercados y en nuestra industria. Ciertamente, la economía global se encuentra en un cruce donde múltiples factores de riesgo reducen la visibilidad sobre qué camino seguirá. Las tensiones en el norte de África amenazan el débil proceso de reactivación económica puesto en marcha en 2010. Las tensiones en los precios de las materias primas, y sobre todo de los alimentos, suponen un fuerte golpe para la capacidad de compra de las familias en países emergentes, reduciendo la participación de factores domésticos en su crecimiento y, por tanto, dejando estas economías en una situación de vulnerabilidad y dependencia exclusiva de su sector exterior. Estas dinámicas no hacen sino alimentar los desequilibrios globales que también incidieron en la formación de esta crisis financiera. Mientras tanto, en Occidente, cada país determina su estrategia para superar sus dilemas, sin que haya un acuerdo común sobre como afrontar la situación. No dudamos que esto comportará más y nuevos desequilibrios.

Los resultados de nuestras reflexiones apuntan al hecho de que el mundo moderará su ritmo de expansión en 2011. Si en 2010 el crecimiento global ha sido del 3,8% aproximadamente, en 2011 prevemos una desaceleración del ritmo que podría situarse en torno al 3,3%. Esta moderación se explicaría por la pérdida de dinamismo en los países emergentes que, incapaces de controlar las tensiones en los precios, se verán obligados a frenar el sólido ritmo de los factores domésticos de crecimiento. En este sentido, prevemos para las economías asiáticas una reducción del ritmo económico del 9% observado en 2010 al 7% en 2011. La misma dinámica prevemos que se repetirá en los países emergentes de América del Sur, cuyo crecimiento mediano pasará del 6,6% actual al 4,8% en 2011.

Las economías desarrolladas quedarían estancadas en ritmos de expansión similares a los de 2010, con la Zona Euro manteniendo un ritmo bajo en torno al 1,6%, acusando evidentes esfuerzos que, en materia de disciplina fiscal, están asumiendo muchos países de la región y que supondrán una significativa reducción del gasto público con un impacto sustancial en el PIB de la zona. Estados Unidos también mantendrá un ritmo de expansión parecido al de 2010 y que será del 3% aproximadamente. Cabe decir, en este caso, que estimamos en un 1,4% como mínimo el impacto de las políticas fiscales de estímulo, lo que nos deja una variación subyacente del 1,6%, es decir, un ritmo bastante bajo e incompatible con la creación de ocupación. Otro aspecto preocupante de esta economía es la falta de respuesta de riqueza a los continuos programas de expansión monetaria. A pesar de haber puesto en marcha el segundo programa de recompra de activos, la riqueza no se ha movido en los últimos cinco trimestres. Si la estrategia para salir de la crisis en Estados Unidos se enfoca en este efecto riqueza, como así creemos que será, intuimos que serán necesarios más programas de expansión monetaria, lo que comportará más desequilibrios a escala global en el frente cambiario. Finalmente, el último de los países desarrollados importante, Japón, sufrirá una fuerte bajada de su ritmo de crecimiento, que pasará del 4,3% en 2010 al 1,1% de cara al 2011. El notable crecimiento del país nipón en 2010 fue debido a un fuerte efecto base (el PIB se contrajo un 6,3% en 2009, y favoreció el rebote de la actividad), pero este efecto ya ha desaparecido de cara al año entrante. Otro factor que explicaría la fuerte desaceleración sería el fin de los subsidios gubernamentales para la adquisición de coches ecológicos y electrodomésticos, que provocó un fuerte repunte de la demanda interna en el tercer trimestre. Prevemos que el consumo se mantendrá deprimido este 2011, dadas las flojas expectativas en la inversión de capital y en el estancamiento del mercado laboral. Sólo el sector exterior podría favorecer la expansión económica en Japón (muy malogrado después del *tsunami* en marzo de 2011), gracias a los programas fiscales en Estados Unidos y los fuertes procesos de integraciones empresariales.

En este entorno de crecimiento global claramente inferior al potencial y con la polarización de las dinámicas a escala regional, con un estancamiento absoluto en las economías avanzadas y un crecimiento notable (a pesar de que más moderado que en 2010) de los países emergentes, prevemos un nivel de inflación global del 2,5% (similar al de 2010). Tenemos que remarcar que la

diferencia regional que estimamos en términos de crecimiento también se traduce en una importante divergencia con respecto a la evolución de los precios. Mientras no esperamos ningún tipo de tensión en los índices subyacentes de precios en Occidente, sí que prevemos una persistencia en el repunte de precios en los países emergentes.

Gracias a nuestro modelo de negocio y la fuerte solvencia financiera, estamos en una posición privilegiada para afrontar con determinación los retos que la situación de incertidumbre global pueda hacer surgir y a la vez capitalizar las diversas oportunidades que esta situación nos revele. En líneas generales, nuestro grupo ha cerrado 2010 con múltiples éxitos conseguidos y con sólidos resultados financieros.

Un año más, las claves de los buenos resultados se encuentran en la gestión dinámica y rigurosa y en la prudencia del banco. En 2010, el segundo año de implantación de nuestro Plan Estratégico 2009-2013, nos pusimos como objetivo prioritario continuar consolidando la expansión internacional y el crecimiento en nuestro negocio tradicional de banca.

El marco regulatorio y legal se ha mantenido exigente, tanto en Andorra, sede de nuestra matriz, como en los diferentes países donde tenemos presencia (Suiza, Luxemburgo, Hispanoamérica), en todos ellos Andbanc ha colaborado activamente en la regularización y rápida implementación de los más altos estándares financieros. En Andorra, se ha rubricado el acuerdo monetario con la Unión Europea y se han logrado los condicionantes marcados por la OCDE para entrar en la "lista blanca" respetando los principios del sistema bancario andorrano de independencia y privacidad. En el ámbito internacional se continuará con el plan de adaptación a la MiFID, completando nuestros rigurosos procesos con esta directiva sobre instrumentos financieros y mercados.

En Andbanc mantenemos la apuesta para aprender a movernos de manera independiente en un nuevo contexto de incertidumbre sobre la evolución de los mercados. Invertir en conocimiento y en análisis era, para la mayoría, un intangible difícil de rentabilizar. En nuestro caso, ha sido la opción por la cual hemos optado. El resultado esperado se está materializando en la actualidad, con una dirección clara y definida de nuestra visión económica del mundo y de los mercados financieros, y lo que es más importante, una consistencia de las reflexiones que han evitado que andemos en círculos eludiendo cambios repentinos en nuestras recomendaciones. Sin embargo, en nuestra particular visión del mundo tomamos conciencia del grado de dificultad y los riesgos inherentes en la meticulosidad de nuestras previsiones. Lejos de suponer un impedimento, este elemento nos alienta a insistir, aún más, en el camino del rigor. Nuestro último objetivo es invertir fuertemente en el desarrollo estratégico de técnicas de inversión que limiten los riesgos y aseguren la preservación del capital.

El diseño de productos y la adaptación en el estilo de gestión a los requerimientos de un entorno volátil y cambiante y en el que la gestión del riesgo es un elemento relevante, nos han permitido dar respuesta a las necesidades planteadas por los clientes, mediante la oferta de una gama de productos innovadores, tanto propios como de terceros.

El despliegue internacional ha sido el protagonista en el crecimiento de recursos gestionados. Nuestro modelo nos ha permitido un año más volver a superar nuestros máximos históricos de recursos bajo gestión, consolidándonos como el segundo banco del país.

En el ámbito de la gestión, hemos sido capaces, a pesar de la inestabilidad, de mejorar nuestros márgenes. En este sentido, el margen ordinario ha crecido un 4% y se sitúa muy cerca de los máximos de 2007, lo que es muy atípico en el sector de banca privada por la fuerte presión en los márgenes que han provocado la recesión económica y la crisis financiera. El crecimiento del margen ordinario se ha logrado por una gestión muy activa del precio y de las comisiones de servicios, que han crecido un 38%. Sin embargo, las dotaciones preventivas han hecho que el resultado neto para el accionista se mantuviera en línea con el que se consiguió en 2009.

Los gastos del grupo han crecido debido al despliegue internacional y a la captación de nuevos ejecutivos y de gestores comerciales. En Andorra, un año más hemos sido capaces de reducir el gasto y de invertir en áreas que nos permitirán en el medio plazo ser más eficientes a escala global. La reducción de los gastos generales en Andorra ha estado por encima del 15% respecto a los máximos de 2008. Esto ha permitido que los gastos generales del Grupo sólo hayan crecido el 1% durante el 2010.

Un año más el banco ha decidido mantener un elevado ratio de solvencia que al final de 2010 se ha situado en el 22,3%, convirtiendo la entidad en una mejor práctica internacional. Nuestra posición de liquidez nos deja muy bien posicionados en un momento en que la liquidez es un bien escaso. El ratio de eficiencia se sitúa en un 51,4%, un dato muy bueno a nivel de sector, a pesar de la fuerte inversión en la expansión internacional.

La excelente posición en solvencia y liquidez del Grupo nos permite continuar invirtiendo con prudencia en un crecimiento sostenible y rentable. El crecimiento se dará en gran medida de manera orgánica, pero no renunciamos a incorporar adquisiciones que refuercen nuestro modelo y supongan una atracción de talento.

En los últimos doce meses, el Grupo Andbanc ha impulsado una expansión internacional, ha crecido en recursos gestionados hasta máximos históricos y ha mantenido los principales ratios de gestión, lo que nos ha permitido superar las dificultades del entorno para situarnos en una posición privilegiada dentro de la industria. Este éxito no habría sido posible sin la motivación, valía y esfuerzo de todos los colaboradores de la Entidad. Todos han abrazado la excelencia como hilo conductor. Querría agradecer también la lealtad de nuestros clientes, así como la confianza que nuestros accionistas han depositado en nosotros. Estoy plenamente convencido que los próximos años servirán para reforzar nuestro posicionamiento y para continuar ofreciendo, tal como Andbanc ha hecho en sus más de 80 años de historia, el más alto nivel de servicios y de calidad en banca privada.



Jordi Comas Planas
Consejero-Director General

2. Evolución económica y mercados financieros

Introducción

El mundo creció un 3,8% en 2010. No obstante, esta cifra enmascara dinámicas muy diferentes para cada región que evidencian la hipótesis del desacoplamiento económico y el intercambio de papeles entre los países. En definitiva, se pone de manifiesto que el nuevo orden económico global se ha configurado y disfruta de plena vigencia.

Las economías emergentes asiáticas se han expandido a un ritmo del 8,9% de promedio, mientras que los países emergentes en Sudamérica lo han hecho a un 6.6% aproximadamente. Por el contrario, los países desarrollados han mantenido ritmos de expansión claramente por debajo del potencial. EE.UU. ha crecido a un ritmo del 2,9% mientras que la Zona Euro, lastrada por el imperativo de la disciplina fiscal, se ha expandido a un ritmo mucho más modesto del 1,7%.

En cuanto a las dinámicas temporales, vale la pena mencionar que no ha existido una sincronización en los ritmos de expansión trimestral. Es más, zonas como Europa y EE.UU. han seguido compases contrarios. A pesar de esto, tenemos una idea clara de la trayectoria en la economía global durante el 2010. Puede ser, lo más destacable sería que durante la segunda mitad del año el ritmo de crecimiento mundial se habría moderado, en comparación al dinamismo mostrado en los seis primeros meses. No obstante, los datos sugieren que en el último tramo del año el crecimiento se habría consolidado.

En las economías desarrolladas, el factor impulsor ha sido el repunte del consumo privado, sobre todo en EE.UU., a pesar de que el ritmo promedio del año todavía era inferior al observado en otras fases de recuperación. El origen de este ritmo sosegado se encontraría en unas condiciones todavía restrictivas en las concesiones de crédito a empresas y familias, pero



también en la persistente debilidad del mercado laboral. Aún así, el último trimestre nos ha dejado entrever una aceleración del consumo que tendrá un efecto inercia en los primeros compases del 2011 en EE.UU.

Por lo que respecta a las economías emergentes, las palancas de crecimiento son tanto externas como internas. La recuperación del consumo en Occidente impulsa el sector exportador de estas economías, pero sobre todo nos tenemos que fijar en las dinámicas de demanda interna, con una evolución del crédito casi descontrolada. En definitiva, el crecimiento se ha mantenido robusto en la región.

Con respecto a la inflación, ésta se ha mantenido contenida en las economías desarrolladas a pesar del reciente repunte en el último trimestre en el precio de los bienes intermedios, sin duda por el efecto del aumento en el precio de las materias primas y los alimentos.

A nivel de los países de la OCDE, la inflación interanual oscilaba entorno al 1,8% en noviembre. Sin energía y alimentos la variación de los precios todavía fue más moderada, alrededor del 1,2% interanual, aún así, se apreció un pequeño repunte desde el 1,1% en octubre.

En las economías emergentes las tensiones inflacionistas son más evidentes. Además del encarecimiento de las materias primas se suma el fuerte dinamismo de la actividad doméstica. Este entorno ha propiciado que muchos bancos centrales en estas economías hayan puesto en marcha políticas de endurecimiento de las condiciones monetarias.

Zona Euro

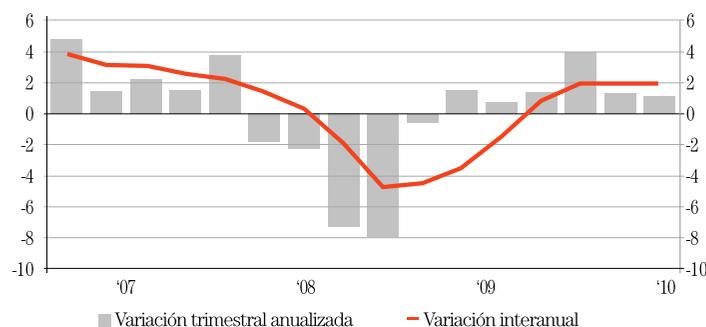
La economía de la Zona Euro ha venido experimentando una moderada expansión desde mediados de 2009. A diferencia de EE.UU., el tempo en el 2010 es justamente opuesto. Mientras en EE.UU. la actividad se desaceleraba en la primera mitad del año, el conjunto de países de la Zona Euro aceleraba su crecimiento. En cambio, durante la segunda mitad del año se evidenció una desaceleración en el ritmo de crecimiento del Área Euro (mientras que EE.UU. aceleraba la actividad).

En concreto, el punto de máximo dinamismo en la Zona Euro se vivió en el segundo trimestre del 2010, con un ritmo de crecimiento anual del 4% respecto al primer trimestre. A partir de aquí, en el tercer trimestre se dio una fuerte moderación de este ritmo que bajó hasta el 1,4%. A pesar del bajo ritmo, los factores que contribuían a dicho crecimiento eran la demanda exterior neta, la tibia recuperación de la demanda interior y la reconstrucción de inventarios. Las incógnitas se concentraban en ver si en el cuarto trimestre se mantendría el ritmo de actividad o continuaríamos con el proceso de desaceleración.

En este sentido, los datos de mayor frecuencia indicaban que el ritmo de actividad se mantendría en el cuarto trimestre. La producción industrial de octubre y noviembre experimentó tasas de crecimiento razonables respecto al mes anterior (+0,7% y 1,2% respectivamente), hecho que sugería un crecimiento sostenido del sector industrial.

Al mismo tiempo, las encuestas de actividad de la Comisión Europea corroboraban la hipótesis que la expansión, a pesar de moderada, se mantendría en el último trimestre del año y así fue. El crecimiento del cuarto trimestre fue del 0,30% respecto al trimestre anterior, lo que representa una ligera moderación (0,34% fue el registro previo), dejando el crecimiento para el conjunto del año en el 1,7%.

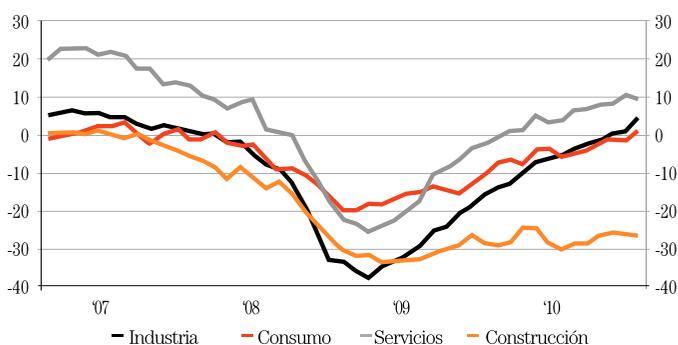
Inflación zona euro. Variación interanual



Eurostat

FactSet Research Systems

Indicadores de confianza empresarial. Zona Euro



European Commission

FactSet Research Systems

En términos de inflación, esta dibujó un repunte más claro en la Zona Euro que en EE.UU. La tasa interanual del IPC lograba el 2,21% en diciembre (por encima del 1,39% en EE.UU.) y los precios sin energía y alimentos fijaban el ritmo interanual en el 1,13% (también por encima del 0,64% de EE.UU.).

El mensaje curioso del 2010 (en materia de precios), sería que precisamente las economías que están implementando políticas de expansión monetaria (a priori inflacionistas), están experimentando menor tensión inflacionista que las economías que no expanden base monetaria (Zona Euro).

Estados Unidos

El año 2010 ha tenido dos partes muy diferenciadas con respecto a la actividad económica en EE.UU. Una primera mitad de clara desaceleración con un primer trimestre donde el ritmo bajaba respecto al cierre de 2009, seguido de un preocupante segundo trimestre, en el que el ritmo se desplomaba del 3,7% al 1,7%.

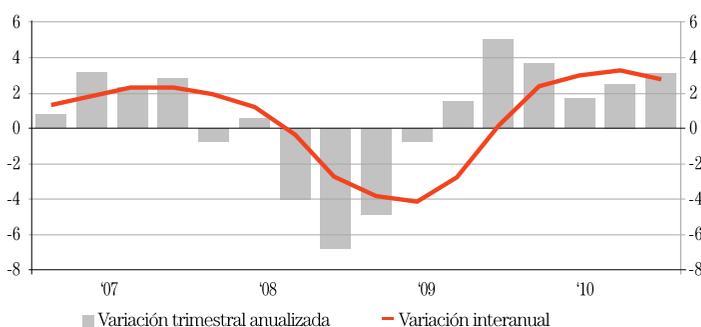
Las alarmas se encendían en este entorno de paro elevado en el que las políticas expansivas de la Fed no estaban dando resultados.

A partir de aquí, y en contra de la opinión general, la economía en EE.UU. empezaba con una aceleración que se extendería durante la segunda mitad del año. El tercer trimestre recuperaba ritmos de crecimiento del 2,6% (variación respecto al trimestre anterior en términos anuales) para acabar el año con un nuevo repunte en el ritmo de expansión hasta el 3,2%. En definitiva, un crecimiento para el conjunto del año del 2,9% respecto al 2009.

Las palancas de este crecimiento han sido básicamente tres. Por un lado, el repunte en el gasto personal, que se ha dado después de un fuerte proceso de ahorro de las familias que finalmente decidieron gastar parcialmente. En el punto de máxima incertidumbre, los americanos llegaron a ahorrar el 6,30% de su renta disponible. Actualmente destinan el 5,30% al ahorro.

Otro factor que explicaría la dinámica de crecimiento sería el fuerte gasto estatal, puesto que las transferencias públicas (déficit) explicaron gran parte del consumo que se observó durante el tercero y cuarto trimestre. El último factor sobre el cual descansa el crecimiento de EE.UU. ha sido la reconstrucción de los inventarios.

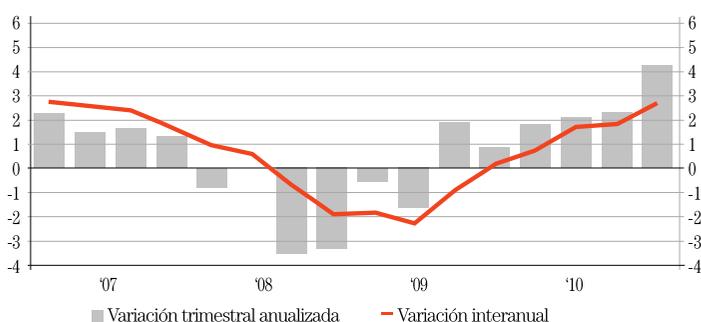
PIB EE.UU. Variación porcentual



US Bureau of Economic Analysis

FactSet Research Systems

Consumo personal real EE.UU. Variación porcentual



US Bureau of Economic Analysis

FactSet Research Systems

En los momentos de mayor pesimismo de 2010 (julio – agosto), y con la sensación compartida por muchos de que Occidente podría volver a entrar en recesión, en Andbanc defendimos la idea de que esta hipótesis era improbable. Nuestros argumentos para rechazar la tesis de la doble recesión descansaban, precisamente, en algunos de los factores que han acaecido claves para explicar la aceleración económica: el fuerte nivel de ahorro y una reconstrucción de inventarios que estaba lejos de ser completada.

El crecimiento en EE.UU. podría haber sido todavía más intenso si algunos aspectos no hubieran actuado de àncora. El sector exterior neto volvió a contribuir negativamente en el PIB, dado que las exportaciones no siguieron el aumento de las importaciones. Otro factor que hay que mencionar ha sido la debilidad de la inversión residencial, que empeoró el 2010 con un efecto claramente negativo sobre el PIB y que podría explicarse por la finalización de algunas ayudas públicas al sector.

Respecto a la inflación, lejos de representar un problema, esta se ha mostrado contenida a lo largo del año. El índice general de precios se situaba en un bajo 1,39% interanual en diciembre. Más clara es la imagen si se sacan del índice global las componentes de energía y alimentos. Este índice “puro” cerraría el 2010 con una tasa interanual del 0,64%. A pesar de que este nivel supondría un pequeño repunte desde el 0,59% que

se ha visto en octubre, lo cierto es que estamos ante los niveles de inflación más bajos desde que tenemos datos (1957).

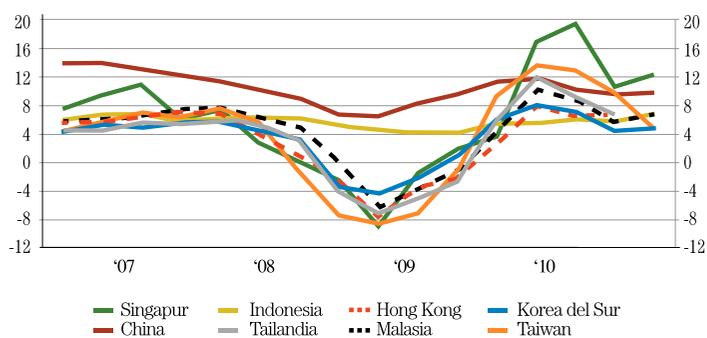
Emergentes Asiáticos

La región ha experimentado una expansión económica cercana al 9% este año 2010. A pesar de esta cifra, las dinámicas parecen relajarse a medida que el año avanza.

La principal economía de la región, China, sobre la cual giran el resto de países de la zona, ha experimentado a lo largo del 2010 un proceso de desaceleración económica, a pesar de que lo podríamos considerar como un hecho saludable.

El ritmo de crecimiento en el primer trimestre del año llegó a una tasa interanual cercana al 12%. Desde entonces, la tasa se moderó gradualmente hasta llegar al nivel más bajo de expansión en el tercer trimestre. Aún así, el ritmo era todavía muy vigoroso (9,6% interanual). La sorpresa vino en el cuarto trimestre, cuando todo el mundo esperaba que la desaceleración se mantuviera y situara el ritmo de crecimiento por debajo del 9,6% del trimestre anterior. El desconcierto se hizo evidente cuando el gigante asiático publicó un aceleración de la actividad, con un ritmo al alza de hasta el 9,8% interanual.

PIB Emergentes Asiáticos. Variación interanual



Statistic Departments

FactSet Research Systems

¿Qué factores explican este crecimiento? Sin duda, las dinámicas de consumo en EE.UU. que se manifestaron también en un fuerte ritmo de sus importaciones (es decir, exportaciones asiáticas), contribuyeron de manera decisiva a las dinámicas de la región. Además del sector exterior, la evolución del crédito en los países de la zona ha jugado también un papel determinante en la evolución de la demanda doméstica y, por lo tanto, en la expansión de la actividad. En concreto, China ha visto repuntar el ritmo en los créditos de manera permanente hasta una tasa actual del 19,8% interanual, cuando todo parecía indicar que el crédito empezaba a relajarse después de las medidas de control impuestas por las autoridades.

El volumen de nuevos créditos no ha bajado de los 500.000 millones de Yuans mensuales, hecho que sitúa el saldo vivo de los créditos totales concedidos en los 47 billones de Yuans, es decir, aproximadamente el 127% del PIB del país.

En términos de inflación, esta región (junto con América del Sur) es la que está experimentando una mayor rigidez en los precios, con una clara espiral alcista que amenaza con descontrolarse. La inflación asiática aumentaba en 2010 un promedio de hasta el 6,2%. La evolución de los precios en los dos gigantes asiáticos es especialmente preocupante, destacando India, que ha visto como los precios repuntaban hasta un peligroso 8%. En China la inflación se ha situado alrededor del 5% en términos interanuales durante gran parte del año. Otros países como Indonesia sufren igualmente tensiones en sus precios con repuntes del 7%.

Es cierto que el encarecimiento en los precios de las materias primas y de los alimentos afecta especialmente a estas economías. No obstante, sacando del índice general estos componentes externos, los precios también dibujan una tendencia preocupante. La tasa sin los factores más volátiles se situó en torno al 4% por la región. Este hecho determina claramente que la presión en los precios en la zona no responde únicamente al “shock” externo por el encarecimiento de la energía y los alimentos, sino que también se debe a la robusta dinámica interna observada en estos países y que contribuye a que el repunte de los precios se acelere. La respuesta de las autoridades llegó de varias maneras: Incremento de los tipos oficiales, aumento de las reservas requeridas, apreciación de la divisa,

control a la entrada de capital externo, etc...

A pesar de los esfuerzos de las autoridades, los precios continúan subiendo en la región, lo que sugiere dos cosas: que los gobiernos están yendo por detrás de lo que las circunstancias requieren, o bien, que las autoridades son conscientes de que el repunte de los precios se debe a factores de oferta que remitirán, lo que apuntaría a una caída de los precios de las materias primas y a una relajación de la inflación.

América del Sur

Se prevé que la región acabará 2010 con un crecimiento económico del 6,6%, impulsado por Brasil y Argentina, con unos ritmos anuales de expansión del 7,8% y del 9% aproximadamente.

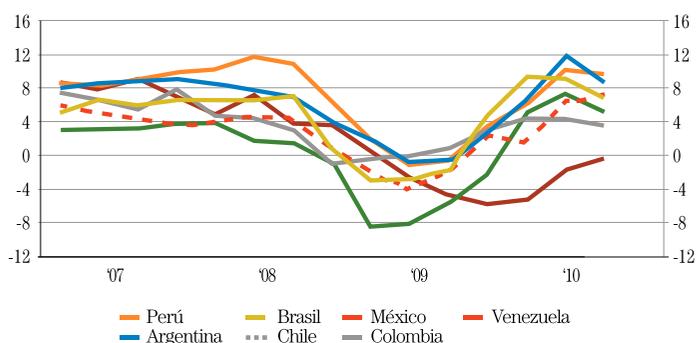
El resto de las principales economías de la región también han disfrutado de una expansión económica notable durante el año. México apuntaba a una expansión aproximada del 5,1% apoyado por la fuerte demanda desde los EE.UU., mientras que Chile crecía a un, más que razonable, 5,3%.

Toda la región se ha visto beneficiada por el fuerte repunte de las materias primas, en especial productos agropecuarios y minerales, puesto que muchos de estos países tienen una cartera exterior intensiva en dichos elementos.

No obstante, y en contra de lo que se pueda pensar, en países como Brasil el sector exterior neto ya no contribuye positivamente al PIB, dado que el fuerte desarrollo de la demanda doméstica ha provocado que el ritmo de crecimiento en las importaciones sea sustancialmente superior al ritmo de las exportaciones (45% vs 31%). Obviamente, los notables volúmenes tramitados en el comercio exterior de estas economías ayudan a mantener elevado el ritmo de actividad industrial, contribuyendo indirectamente al crecimiento.

Lo que realmente ha impulsado las dinámicas del PIB en Brasil hasta el 7,8% estimado, ha sido la fuerte evolución de la inversión en capital fijo, que se ha expandido por encima del 22%, ayudado por la importante entrada de capital extranjero. La demanda interna sería el otro factor a considerar, con un 6,9% de variación interanual.

PIB Emergentes LATAM. Variación interanual



Statistic Departments

FactSet Research Systems

La inflación es un factor a tener en cuenta de cara al futuro. Tal y cómo hemos comentado, la fuerte dinámica del consumo interno podría presionar todavía más los precios. Las tendencias en salarios en países como Brasil, con crecimientos interanuales por encima del 10% y una tasa de paro que no para de bajar (ahora cerca del 6%), hacen pensar que serán necesarias más medidas por parte del Banco Central de Brasil, que en enero del 2011 ha subido los tipos de interés en 50 p.b. para situarlos en el 11,25%.

Así, para 2010 se esperaba un repunte notable de la inflación en la región que se fijó en torno al 7,2%, claramente por encima del 6,3% del 2009. Argentina sería el país con el mayor aumento de precios, con una tasa interanual en diciembre de la 11%. Brasil habría visto acelerar el índice de precios, sobre todo en el último trimestre del año, pasando del 4,4% en agosto para acabar en el 5,91% en diciembre. México situaría el ritmo a final de año en el 4,4% y Chile habría sido el país con una evolución más moderada en los precios.

Comportamiento de los mercados financieros.

Renta Fija y tipo de interés

En términos estrictamente escénicos, el 2010 habría sido una obra en dos actos contrapuestos, con respecto a la evolución

de los tipos. Contrapuestos porque se han observado dos fases intensas, pero de signo contrario, lo que suscita la siguiente pregunta: ¿Cuándo se equivocaba el mercado, en la primera o en la segunda parte?

En el caso de los tipos (*swap*) en euros, el primer acto nos mostró la cara amable de las inversiones en renta fija, con un *swap* 10 años que se desplomó del 3,59% a inicio de año hasta el 2,32% en agosto, lo que significa que una estrategia larga en duración habría tenido un comportamiento positivo del 8,9% aproximadamente. Las flojas expectativas sobre la sostenibilidad de la recuperación, la hipótesis de una doble recesión y las tensiones deflacionistas estaban detrás de este primer movimiento de los tipos.

En este momento tocaba bajar el telón y esperar el inicio del segundo acto. Este, tal y cómo se sugiere en la introducción de este apartado, trata de lo contrario, es decir, un brusco movimiento al alza en los tipos de interés que pasaron del 2,32% mencionat en agosto hasta el 3,32% a cierre del año. Ciertamente trágico por aquellos que se subieron a la estrategia de duración en el peor momento (agosto), puesto que habrían perdido aproximadamente un 7%. ¿Qué motivó este movimiento? El repunte en el ritmo de consumo en EE.UU., el aumento en el precio de las materias primas y la energía, que al mismo tiempo hizo repuntar las tasas de IPC y en definitiva, el temor a que este movimiento tuviera una continuidad.

Para Andbanc, una vez más, el hecho verdaderamente enigmático es descubrir en qué momento se equivocaba el mercado. En agosto con unos tipos *swap* 10 años del 2,32% o a cierre del año al 3,32%. Se trata de una inversión a 10 años (por lo tanto, el nivel fijado por los tipos refleja la perspectiva de ciclo e inflación a 10 años vista), cuanto menos, entre los dos niveles mencionados existe un 43% de diferencia por lo tanto sólo cuatro meses de distancia entre uno y otro. ¿Puede cambiar tanto el mundo en cuatro meses? Obviamente, no. En el apartado Perspectivas 2011 trataremos de dar respuesta a esta cuestión y de ver cuál sería un nivel razonable de tipo, según nuestro escenario central.

También es motivo de mención el cambio sufrido en la pendiente (2-10 años) de la estructura de tipo de interés en euros.

Se trataría de una evolución similar, con dos fases muy diferenciadas. Un punto de partida en el que la pendiente era estructuralmente alta para fijar un máximo de 194 p.b en mayo, momento a partir del cual empieza a allanarse la curva hasta una pendiente mínima de 107 p.b en agosto. En el último trimestre, el repunte en el *swap* 10 años rebasó el repunte en el tramo 2 años, lo cual comportó un nuevo repunte de la pendiente, que cerró el año a un nivel de 176 p.b.

Con respecto a los tipos en dólares, el guión es prácticamente idéntico. En la primera parte del año (que va también desde enero hasta agosto), el *swap* dólares 10 años pasó del 4% al 2,48%. Este movimiento supuso una rentabilidad positiva del +10.6% para las estrategias largas en duración. A partir de aquel momento, tocaba el movimiento de retorno. Los tipos cerraron el año al 3,37%, lo que significa un comportamiento negativo del -6,62% para aquellos que decidieron invertir en duración.

En lo referente a la pendiente de la estructura de tipo en dólares, medida por el diferencial entre el *swap* 10 años y el 2 años, empezábamos el año con un nivel elevado de 272 p.b (muy por encima de la pendiente en la curva euros, que era de 194 p.b). Esta bajó para marcar un mínimo de 180 p.b en agosto, momento a partir del cual volvió a repuntar para acabar el año en 257 p.b.

En términos de comportamiento de los principales índices de renta fija gubernamental (no periférica) para el conjunto del 2010, la tendencia de ida y retorno descrita anteriormente sugiere que por precio tendríamos un comportamiento ligeramente positivo (los niveles de TIR a cierre del año son inferiores a los de principios de año) y por lo tanto, la mayor parte del rendimiento provendría del cupón o *carry*. En el caso de la deuda en euros, un índice representativo de bonos gubernamentales AAA con duración 3-5 ha dado una rentabilidad del 4,13% al 2010. En el caso de los bonos en dólares, el índice de *Treasuries* 3-5 años ha tenido un comportamiento del 5,69% en 2010.

Crédito Soberano

Hay que mencionar el hecho que los inversores han tenido que

aprender a segregar su percepción de riesgo, precisamente porque han segregado el propio mercado de crédito en tres categorías estanques: riesgo soberano, riesgo financiero y riesgo corporativo.

Esta segregación se ha manifestado en un claro *repricing* de las cotizaciones por cada categoría. La separación no ha sido tanto con respecto a la correlación y la superposición en el tiempo de las variaciones, sino más bien en un reajuste de las primas en cada categoría.

A lo largo del año hemos ido alertando del hecho de que la crisis de los periféricos estaba lejos de ser concluida. Nuestras estimaciones, pues, apuntaban hacia una sucesión de episodios de tensión que sin duda afectarían el resto de activos.

Una vez cerrado el año, y mirando atrás, podemos concluir que así ha sido, con un mínimo de cinco episodios de estrés contabilizados en el frente soberano. A pesar de esta estimación inicial de convulsiones para el 2010, estimaciones que acabaron manifestándose de manera notoria, nuestras recomendaciones aludían a la conveniencia de aumentar la exposición al riesgo soberano en cada episodio de estrés. Esta recomendación ha sido difundida durante todo el año, lo cual apunta a una cierta consistencia en nuestros argumentos. Hay que remarcar que nuestra proposición se ha beneficiado de una reacción del mercado de acuerdo con lo que se pronosticó, puesto que cada episodio de estrés ha sido seguido por un fuerte proceso de normalización.

Resumiendo, la crisis de la deuda europea vivida en 2010 ha provocado un repunte estructural y generalizado en el nivel de primas (en *cash* y en sintético) en todos los gobiernos de Europa, a excepción de los países nórdicos. De este modo, la prima de Grecia en CDS a 5 años se ha mantenido en un amplio rango comprendido entre los 1000–100 p.b. sobre *swap*, un país que, junto con Irlanda y Portugal, conformaban un primer nivel de riesgo. Irlanda acababa el año alrededor de los 600 p.b. mientras que Portugal lo hacía cerca de los 500 p.b. de prima en CDS.

España cerraba el ejercicio cerca de los 350 p.b. de prima exigida para protección y quedaría en un segundo nivel de

riesgo, luchando para no caer en el nivel más alto y tratando de coger el grupo de emisores soberanos que constituían la tercera categoría. Estos serían Italia y Bélgica, ambos con una prima exigida de unos 120 puntos inferiores a la de España. Después ya vendría un cuarto nivel con Francia y Austria, con primas por protección que han llegado a los 100 p.b. Alemania representaría un peldaño más en seguridad, para acabar con la categoría de riesgo más bajo que estaría configurada por los países nórdicos.

Crédito Corporativo

Los *spreads* de crédito (representados por el índice Itraxx), empezaban el año alrededor de los 65-70 p.b. sobre *swap*. En aquel momento incorporamos en nuestras conclusiones la tesis de que, a aquellos niveles, el crédito estaba caro y, por lo tanto, no recomendábamos la compra. Establecimos un *fair-value* para el crédito en los 100 p.b., nivel a partir del cual sí recomendaríamos entrar. Bien, desde un buen inicio, los diferenciales de crédito empezaron a repuntar al ritmo marcado por el otro protagonista del año, el riesgo soberano. En abril, los diferenciales de los bonos corporativos ya estaban por encima de 100, para marcar un máximo de 140 p.b. en mayo.

En Andbanc hemos mantenido una máxima durante todo el 2010: “Por encima de 100 p.b. en la Itraxx, comprar. Aprovechar los picos de estrés para aumentar la exposición”.

La segunda mitad del año ha sido una constante para el crédito, que se ha movido en un rango bien definido de 100–120 p.b. sobre *swap*. En este sentido, nuestras recomendaciones habrían tenido un comportamiento favorable, puesto que los sucesivos episodios de estrés, en los que los diferenciales se estiraban hasta 120 p.b., resultaron en un posterior estrechamiento hacia la zona de los 100 p.b.

Hay que mencionar que este año el mercado ha puesto una marca diferenciadora entre el riesgo financiero y el riesgo no financiero. Este aspecto es clave para entender el comportamiento de las obligaciones corporativas. Los inversores han asociado el riesgo país con el riesgo financiero (o a la inversa), dejando aislado el riesgo corporativo no financiero con un comportamiento mucho más independiente. Esto explicaría

que muchas empresas privadas hayan llegado a pagar menos que las obligaciones estatales.

Bolsas

Las bolsas mundiales han tenido un denominador común en el 2010. El compás. Todas han exhibido una misma pauta que se podría resumir en un comportamiento errático y sin dirección hasta agosto, para emprender una trayectoria alcista desde entonces y que se extendería hasta finales de año.

En resumen, el comportamiento positivo que las bolsas han logrado en 2010 se ha concentrado en el último trimestre del año.

En Europa, el comportamiento negativo del índice Eurostoxx 50 (-1,83%), o del Eurostoxx (-0,10%), son indicativos de los efectos que la crisis de la deuda europea ha tenido sobre los mercados de acciones. El comportamiento negativo de sectores clave como por ejemplo el eléctrico, telecomunicaciones o bancario, a los que el mercado ha colgado la etiqueta de riesgo soberano, se ha dejado notar en los parqués. A nivel nacional, queda patente la disparidad de comportamientos, hecho que evidencia la existencia de aquellas divisiones o categorías de riesgo referenciadas anteriormente. Sólo el DAX alemán ha experimentado ganancias significativas durante el año (+16%). En Francia, el CAC-40 se habría quedado a medio camino entre Alemania y los grandes perdedores de la periferia y habría acabado el año con un nulo crecimiento del +0,46%. El resto de plazas importantes, han permanecido en números rojos, destacando España (-12,95%) e Italia (-9,77%).

En EE.UU. podemos hablar de un año claramente alcista a tenor del registro marcado a 31 de diciembre en los principales índices: +15% para S&P, +14% para Dow Jones y +18,16% para el tecnológico Nasdaq.

Pero estas cifras pueden resultar engañosas y dar a entender que se ha tratado de un año plácido en cuanto a las bolsas se refiere. Nada más lejos de la verdad. A cierre de agosto, todos estos índices acumulaban pérdidas durante el año con un segundo trimestre que fácilmente podría ser considerado de dramático, con un comportamiento parcial de -12% para S&P.

Al final, un último trimestre que también sirvió para salvar los muebles de los inversores en bolsa, con un repunte de un 20% de promedio entre agosto y diciembre.

Detrás de este impulso encontramos aspectos esperanzadores y otros no tanto. El segundo programa de expansión monetaria anunciado por la Fed supuso un punto de inflexión puesto que sirvió para dar impulso a las bolsas. La evidencia de que nos alejábamos de la temida amenaza de la doble recesión a la vez que ganaba fuerza la idea de que la recuperación iba por el buen camino, también ayudaba.

Las bolsas Asiáticas han dibujado una trayectoria similar en cuanto al patrón temporal, pero diferente en el ritmo, haciendo gala de un mayor entusiasmo. El índice global para la región (MS *Emerging Asia* en local) ha registrado una ganancia del 12,26% a cierre de año. No obstante, si cogemos algunos de los mercados más significativos, la sensación todavía es más positiva. Empezando por las plazas con mejor comportamiento destacaríamos Tailandia (+36,3%), Indonesia (+29%), Filipinas (+23,5%), Corea (+22,1%), Malasia (+19,3%) e India (+16,2%). China nos ha mostrado la disparidad entre su mercado interno y el externo. El índice Shanghai A (en el que cotizan las acciones que pueden ser compradas sólo por nacionales) ha experimentado una importante bajada del -13%, mientras que el índice Shanghai B (donde están listadas las acciones de compañías en las que sí podemos invertir los extranjeros), ha mostrado un comportamiento claramente positivo del +22%.

En América del Sur, el comportamiento de las bolsas ha sido también positivo, pero con una intensidad claramente menor de la que se ha observado en los países emergentes asiáticos. El índice MSCI Latam ha recogido una ganancia del +6,55% en el año 2010. Por países, Argentina ha sido el claro ganador con una imponente revalorización del 54,3%, seguida de Chile (37,6%), Colombia (+35,4%) y Venezuela (32,7%). En otro grupo, y con una dimensión más moderada de las ganancias, encontramos México que ha acabado el año con una ganancia del 21,6%. Brasil habría sido claramente el mercado más atrasado en 2010 con una escasa revalorización del 1%.

Materias Primas

Llevamos ya un tiempo alertando de la importante influencia y participación de los flujos de cartera en el precio final de las materias primas. A pesar de que a nivel global, durante 2010, la inversión directa extranjera ha desplazado la inversión financiera, no ha implicado que el volumen total en inversiones de carácter especulativo haya bajado. De manera más específica, tenemos razones para pensar que en el caso de las materias primas, la participación de los ETF's y otros instrumentos financieros empleados para obtener exposición a dichos activos, ha aumentado sensiblemente.

El resultado, una distorsión de los precios. O al menos una descorrelación entre la demanda real final (hecho por agentes comprendidos en el circuito comercial) y el precio del activo. Hemos asistido, en definitiva, a un fuerte repunte en el precio de todas las materias primas que no ha venido acompañado por un aumento de la demanda real.

Los productos agropecuarios han sido los auténticos protagonistas del 2010 con revalorizaciones promedias del 43%. Por orden de mayor a menor aumento en su precio, tendríamos el algodón (+76%), seguido del café (+66%), azúcar (51%), trigo (+39%) y soja (38%). Con menor intensidad, pero también con ganancias importantes, estarían la carne de vacuno(+22%) y los néctares de frutas.

Los productos industriales han visto aumentar su precio, también de manera sustancial este año, al albor de la consolidación económica en Occidente y de la influencia de los movimientos de cartera. Destacar el fuerte repunte del níquel (+32,4%) y del cobre (31%). El aluminio ha registrado revalorizaciones más moderadas este año (+5,85%)

La energía se habría quedado claramente por debajo del resto de las materias primas, a pesar de que el petróleo ha subido un 8,92%. El gas, en cambio, mantiene la tendencia bajista como consecuencia de la batalla que se está librando en el frente de los nuevos mecanismos de extracción (perforación horizontal) que parecería que podrían hacer aumentar de manera considerable las reservas existentes de esta materia.

Divisas

Con respecto a los mercados de divisas, el 2010 se podría resumir en una sola frase: “ganan todos los emergentes, pierde occidente”. En esencia, las dos principales divisas, tanto el euro como el dólar, se han depreciado contra el resto de divisas, en especial contra las de los países emergentes.

Empezando por el euro, éste se ha depreciado de manera clara contra las divisas de América del Sur. En concreto, un 11% contra el real brasileño y un 12% contra el peso mexicano. Tendencia similar en relación a las divisas de los países asiáticos: -10% contra el Yuan, -9,4% contra el Won coreano y -6,5% contra el Dólar HK. La debilidad de la divisa única en 2010 no se ha manifestado únicamente en cuanto a las divisas emergentes; el euro también se ha depreciado contra las divisas de países desarrollados (a pesar de que aquí ha tenido un peso importante el efecto base o cierre del 2009). Así, el euro se ha depreciado un 6,7% contra el US dólar y un importante 18,7% contra el Yen japonés.

El US dólar ha seguido una tendencia similar a la del euro en relación a las divisas asiáticas y del cono sur, a pesar de que obviamente con menor intensidad. Con respecto a las divisas sudamericanas, el US dólar se ha depreciado un 4,7% contra el real brasileño y un 4% contra el peso mexicano. La depreciación contra las divisas asiáticas ha sido menor, más ligadas éstas al Yuan y por lo tanto al *peg* que ésta mantiene con el US dólar. Las autoridades de China han optado por una política de apreciación lenta del Yuan. Esto queda patente viendo el cruce de esta moneda con el dólar en 2010, donde la divisa americana se ha depreciado sólo en un 3,48% contra el Yuan. En el caso del Won coreano la depreciación del dólar ha sido similar (-2,18%).

3. Perspectivas económicas y previsión para los mercados financieros 2011

Introducción

A nivel mundial, la inversión real privada ha recuperado niveles este último año desplazando la inversión de cartera, un indicador sin duda optimista de cara al crecimiento global futuro. La participación de las economías emergentes en la percepción de la inversión real global ha pasado del 10% al 40% en tanto sólo diez años. Esto explicaría en gran parte el crecimiento de estos países, cuyo PIB agregado representa ya el 50% del PIB mundial. Todavía más importante, la contribución de los emergentes a la dinámica de PIB anual es del 73%, lo que en pocas palabras significa que si estas economías se paran, el mundo se para.

No obstante, este diseño polarizado del mundo, comporta riesgos evidentes que nos hacen ser extremadamente cautos de cara a los próximos años. En primer lugar, perpetúa los desequilibrios globales (déficits comerciales crónicos) que fueron uno de los motivos que provocaron la crisis actual. En segundo lugar, el fuerte ritmo de desarrollo de estas economías, muy intensivas en el consumo de materias primas y en muchos casos ineficientes desde el punto de vista de consumo energético por cápita, ejerce una fuerte presión en los precios de las *commodities* que a la vez entorpece su propio crecimiento. Un aspecto a considerar si tenemos en cuenta la participación de estas economías en el crecimiento global.

Estos riesgos ya se están manifestando en gran parte del mundo. El único aspecto que podía poner en peligro las fuertes dinámicas de expansión de los países emergentes era la aparición de tensiones en los precios y es precisamente lo que está pasando, lo cual sugiere que la evolución experimentada en los últimos años era, sencillamente, desequilibrada.

En la lucha para controlar estos desequilibrios, los países emergentes, tanto en Asia como América del Sur, han empezado a implementar políticas de austeridad que prevemos acabarán teniendo un efecto moderador en el crecimiento global. En concreto, para Asia se espera un crecimiento en 2011 en torno al 7,5%, muy inferior al 9% registrado en 2010, y para América del Sur se espera una expansión del 5% aproximadamente, también inferior al 6,6% del 2010.

Con respecto a las economías desarrolladas, éstas crecerán a un ritmo inferior al potencial, por lo tanto, no compatible con la creación de ocupación, lo que significa que no tenemos que esperar mejoras en el mercado laboral de estas economías. Aquí hay que mencionar el distanciamiento existente entre los diferentes países en cuanto a las políticas utilizadas. Mientras las economías anglosajonas (y Japón) han optado por intentar evitar la crisis mediante programas de reactivación, déficits presupuestarios y expansión monetaria para generar inflación (de activos y de precios), en la Zona Euro se ha optado por la disciplina fiscal, es decir, asumir la crisis y digerir (ajustar) los desequilibrios, hecho que sin duda comportará una descorrelación de ciclo en relación a los primeros.

El resultado de todo será una Zona Euro que crecerá a un ritmo cercano al 1,6% mientras que EE.UU. lo hará al 3%, del cual el 50% será por gasto público.

El gran riesgo global hoy es el descontrol en los precios. No tanto en las economías desarrolladas, en las que no vemos riesgos a tal efecto, pero sí en cambio en las economías emergentes, cuyos niveles de inflación continuarán aumentado en 2011 debido a la confluencia de varios factores. Para estos paí-

ses no se trata tanto sólo de un choque externo de oferta, también las sólidas dinámicas internas contribuyen a acelerar el repunte de los precios. En segundo término, la entrada masiva de flujos de inversión a estas economías continuará alimentando el descontrol de los préstamos al consumo, lo que supondrá más fuel para la evolución de la inflación. Y finalmente, a pesar de que las autoridades han empezado a tomar medidas, existe la percepción de que están siendo muy tímidas en sus actuaciones, yendo muy por detrás de lo que las circunstancias requieren.

Por lo tanto, éste será un riesgo a seguir muy cerca durante todo el 2011, puesto que en nuestra opinión, unos precios descontrolados harían mucho mal a la capacidad de compra privada en las economías emergentes, impidiendo la anhelosa transición de estos países desde un modelo de crecimiento exportador hacia un modelo basado en la demanda doméstica.

Zona Euro

En una situación de normalidad y teniendo en cuenta el nivel actual de muchos indicadores macro y de política monetaria, uno fácilmente se inclinaría a pensar que la recuperación económica es cuestión de tiempo. Por ejemplo, las encuestas de confianza empresarial de la Comisión Europea apuntan que ésta se encuentra en niveles relativamente altos en el caso de servicios, industria y consumo. Este hecho, apoyado por una orientación acomodaticia de la política monetaria y las medidas implementadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero habrían sido suficientes, en tiempos pasados, para apoyar a la actividad empresarial, en el mercado laboral, y finalmente, a la demanda interna.

El inconveniente viene dado porque ni la situación es de normalidad ni la crisis es común, y por lo tanto, tampoco lo será la recuperación. El papel predominante que los bancos tuvieron en ciclos anteriores los ha convertido en los causantes de sus propias desgracias y, de paso, en el origen de las dificultades por las cuales atraviesan las economías desarrolladas. Las dinámicas de sus balances, por lo tanto, explicarán en grande medida el devenir económico en el futuro y, a nuestro entender, éste será un factor que restará fuerza a la expansión

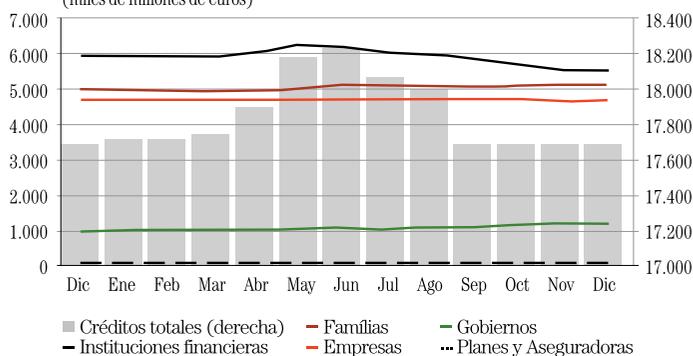
económica, contrarrestando los efectos positivos de la política monetaria laxa.

El ajuste necesario en el balance consolidado de la banca europea será lento y comportará un cierto grado de desafección de las entidades financieras hacia la economía real privada. Todo ello, resultará en un efecto moderador del ritmo de crecimiento, lo cual provocará una expansión económica inusualmente lenta.

Detrás este posicionamiento de ciclo más moderado hay el seguimiento continuo de las dinámicas en la actividad crediticia de los bancos, que han dibujado en el 2010 una tendencia poco esperanzadora que creemos puede tener continuidad en el 2011.

A comienzos del 2010, el saldo vivo de los préstamos bancarios al sector privado de la Zona Euro era de 15.5 billones de euros. A cierre de año, el saldo era de 15,3 billones, lo que significa que no tan sólo no se han dado créditos, sino que se han reducido. Descomponiendo esta cifra entenderemos mejor lo que se esconde detrás de esta tendencia. Los préstamos a las empresas se redujeron en un 0,40% en 2010 y los préstamos a otras entidades financieras se contrajeron de manera todavía más intensa, un 7%. Por el lado positivo, la única partida de actividad crediticia que ha crecido han sido los préstamos a las familias, no obstante el aumento durante el año ha sido tan sólo del 3%. Este crecimiento del crédito familiar se concentró en el tercer trimestre, y fue gracias al repunte del crédito al consumo. En aquel momento, la evolución futura de este agregado centraba todo nuestro interés, puesto que de continuar el repunte en el cuarto trimestre podríamos establecer que la confianza de la banca hacia la economía privada se habría restablecido. No fue así. El último dato, en lo referente al cuarto trimestre, indica que la actividad crediticia se ha moderado de manera significativa en la fase final del año, con el crédito al consumo registrando una contracción en relación al trimestre anterior.

Actividad crediticia banca. Zona euro
(miles de millones de euros)



Reserva Federal del EUA

FactSet Research Systems

La gran pregunta, al final, es si estas frágiles dinámicas en el crédito se extenderán durante el 2011. Nos inclinamos a pensar que así será, lo que quiere decir que esta recuperación económica no contará con el apoyo tradicional del crédito, o al menos, no con la intensidad otras veces. ¿Las razones? La gran exposición de la banca al sector privado y el elevado riesgo que éste le está comportando con tasas de morosidad a máximos. Otro aspecto que sustenta esta hipótesis es la necesidad de adaptar los balances de los bancos al nuevo marco regulatorio impuesto por Basilea III. Los nuevos requerimientos de solvencia hacen necesario el aumento del capital propio en relación a los activos ajustados por riesgo. Esto es, precisamente, lo que la banca está haciendo: ajustar el riesgo de sus activos reduciendo la exposición a las líneas privadas (riesgo) y aumentando el peso de los activos gubernamentales. Sin olvidar las obligaciones en el terreno de la liquidez. Según nuestros cálculos, quedaría mucho terreno todavía para que los bancos cumplan con los niveles de liquidez establecidos en el nuevo marco. Esto implica que todavía tienen que transformar balance para aumentar el peso de los activos fácilmente liquidables. ¿Cómo? Reduciendo el peso de los activos poco líquidos, es decir, préstamos y créditos al sector privado.

En resumen, prevemos que la banca no apoyará la expansión económica en la misma medida que lo hizo en los años anteriores. Pero éste no es el único elemento que conforma nuestra tesis de débil recuperación. Consideramos que existe el riesgo de

que el comercio mundial sufra un descenso sustancial en uno o dos años vista. La aparición de fuertes tensiones inflacionistas en todas las economías emergentes y el endurecimiento de las condiciones monetarias en estos países acabarán, seguramente, provocando una moderación en los ritmos de actividad de estas economías, hecho que repercutirá en el sector exterior de la Zona Euro.

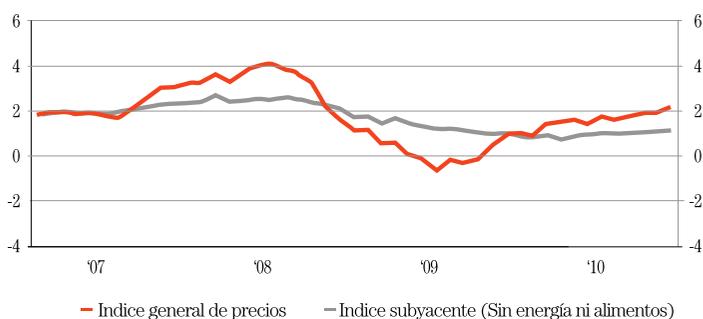
Otro aspecto a considerar es el elevado precio de las materias primas y el coste de la energía, influenciados de manera clara por los movimientos globales de cartera. Esta circunstancia también tendrá un efecto retardador sobre la recuperación. Se calcula que un 10% de aumento en el precio del petróleo reduciría el crecimiento en un 0,25% trimestral (1% anual).

Tampoco podemos dejar de considerar la persistencia de las tensiones en algunos segmentos del mercado como por ejemplo el frente soberano. Las elevadas primas que las economías de la periferia europea tienen que pagar para colocar su deuda disparan el coste financiero, lo que dificulta todavía más la ya de por sí precaria situación. Un eventual recrudecimiento de estas tensiones puede acabar contagiando la economía real.

En definitiva, para 2011 prevemos un crecimiento en la Zona Euro cercano al 1,6%. ligeramente inferior al crecimiento registrado en 2010 que ha sido aproximadamente del 1,7%.

Con respecto a la inflación en la Zona Euro, el repunte observado durante el 2010 se ha manifestado únicamente en el índice general de precios, que ha pasado del 1% interanual en enero hasta el 2,2% en diciembre. No obstante, la tasa subyacente interanual (sin energía y alimentos) se ha quedado estable en el 1% durante todo el año, lo cual sostiene nuestras hipótesis de que las tensiones en los precios no son debidas a factores de demanda, sino a choques externos y, por lo tanto, podrían ser de carácter temporal. Adicionalmente, estamos detectando dinámicas de gasto privado en la Zona Euro que sugieren una clara moderación en su evolución. Este hecho apuntaría también a una relajación de los precios de cara al segundo y tercer trimestre del 2011. Con respecto al conjunto del año, no prevemos repuntes en los precios superiores al 1,8%.

Inflación zona euro. Variación interanual



Eurostat

FactSet Research Systems

Estados Unidos

Estrictamente hablando, la economía de EE.UU. ha experimentado en la última parte del año una aceleración en el ritmo de expansión económica. Esta dinámica queda patente en el salto que el PIB ha experimentado en el último trimestre, pasando del 2,56% al 3,2% de ritmo anual.

Llama la atención el hecho de que a mediados de año parecía que la economía norteamericana tenía más probabilidades de volver a entrar en recesión que no al contrario. Todo apuntaba, entonces, que en el mejor de los casos EE.UU. acabaría el 2010 con un inusual débil crecimiento económico. Desde aquel momento, tanto la Reserva Federal como el gobierno se embarcaron en una frenética espiral de políticas de estímulo. Dicho esfuerzo ha provocado un cambio sustancial en el nivel de los principales indicadores económicos, entre ellos el PIB.

El último programa de compra de activos por parte de la Fed, por un importe de 600.000 millones de dólares, representa el 7% de la masa monetaria actual (M2). Con estos recursos la Fed pretende hacer aumentar el valor del mercado de los activos financieros y, por lo tanto, la riqueza de los americanos. En paralelo, mantiene los tipos de interés en un nivel que en ninguna otra circunstancia estarían, para ser más exactos, al 0%.

El objetivo final perseguido por el Banco Central es el estímulo de la demanda agregada vía efecto riqueza y, por lo tanto, estimular la expansión.

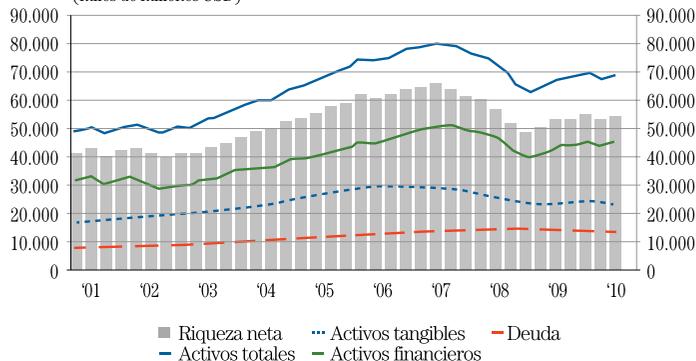
¿Cuál es la perspectiva a largo plazo para la economía de EE.UU.? La respuesta tiene mucho que ver con nuestra opinión sobre el éxito de estas políticas. No creemos que tengan los efectos deseados.

En primer lugar, si bien la riqueza financiera de los norteamericanos se ha recuperado considerablemente desde mínimos, está todavía muy lejos de los niveles logrados antes de la crisis, y lo que es peor, lleva tres trimestres sin responder a los estímulos de la Fed. Según nuestros cálculos, para recuperar el nivel de riqueza que los americanos tenían antes de la crisis (65,6 billones de dólares), harían falta un mínimo de dos años y medio de mercados como el de 2009, con la bolsa subiendo un 60% entre el primer trimestre y el último (que es cuando la riqueza se recuperó en 4,9 billones de dólares). En resumen, haría falta que la Fed provocara un incremento del 150% en la bolsa, hecho que, hoy por hoy, vemos improbable.

No hay que decir, además, que basar el ciclo económico en un aumento artificial de la riqueza es peligroso.

Evolución de la riqueza privada. EE.UU.

(miles de millones USD)



Reserva Federal del EUA

FactSet Research Systems

En segundo lugar, el repunte del PIB se debe en gran medida al repunte del consumo. Pero éste, lejos de aumentar de manera espontánea y natural, ha sido motivado por un importante flujo de transferencias públicas. El consumo privado subyacente permanece deprimido y lo demuestra el hecho de que el consumidor norteamericano mantiene un elevado porcentaje de la renta disponible que destina al ahorro. Si bien es cierto que este ahorro se ha moderado, pasando del 6,3% de la renta en junio hasta el actual 5,3%, también es cierto que todavía hoy es muy superior al 1,30% que ahorraba en 2007, lo que da una idea de la escasa apetencia del consumidor privado.

En tercer lugar, hay un escepticismo sobre el funcionamiento de las medidas no ortodoxas de la Fed, porque sencillamente no están teniendo ningún impacto en aquello que realmente interesa, el mercado laboral. Respecto a esto, la propia Fed ha manifestado que pueden necesitar de tres a cuatro años para empezar a ver una clara mejora en la ocupación. Mientras esto no pase, el consumo y, por lo tanto, la economía necesitarán el impulso artificial de las políticas expansivas. Una circunstancia peligrosa cuando ya se ha superado el umbral máximo de emisión de deuda permitida por el congreso de EE.UU..

En cuarto lugar, el papel de la banca no ha sido, ni será, procíclico. Del mismo modo que en la Zona Euro las dinámicas en el balance agregado de la banca sugieren una clara desafección del sistema financiero hacia la economía real privada. Hemos contabilizado un importante efecto salida de recursos por parte de la banca desde el sector privado al sector público y a la actividad de *trading*. Estas dinámicas continuarán en 2011 por las mismas razones que hemos expuesto en el apartado en lo referente a la Zona Euro y, obviamente, esto no favorece a la expansión económica.

Finalmente, y en definitiva, este imponderable que es la economía nos ha demostrado, una vez más, que difícilmente se deja influenciar por la interferencia de las acciones de gobierno. La economía responde únicamente a la acción coordinada de los individuos y agentes económicos que intervienen en las transacciones reales.

Esta reactivación en algunos indicadores tiene mucho que ver con las inyecciones públicas y que la intervención estatal no

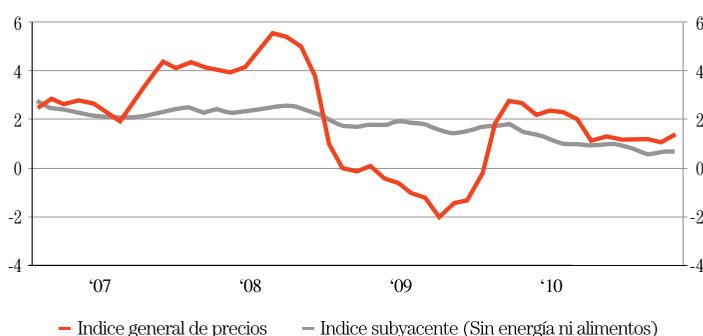
puede, en ningún caso, sustituir la fuerza del sector privado. Es por eso que prevemos que este repunte observado tendrá un carácter temporal, salvo que, está claro, el sector privado responda a los estímulos planteados por las autoridades y recoja el relieve como motor económico. Cosa, hoy por hoy, improbable.

En resumen, es posible que durante el 2011 la economía de EE.UU. aún se beneficie del efecto inercia por el repunte visto a finales de 2010. Adicionalmente, hay que considerar el nuevo intento del gobierno para estimular la economía con el reciente compromiso de reducir los impuestos, extender los subsidios de paro y en definitiva volver a incrementar el gasto público en 200.000 millones de dólares. Al final, haciendo números, fácilmente podemos determinar que esta cifra inyectada a la economía representa aproximadamente el 1,5% del PIB, es decir, que la expansión económica contará con este extra.

Nuestras estimaciones sitúan el PIB para EE.UU. en 2011 en torno al +3%. Lo cual significa que, conociendo lo que ya hemos mencionado, la mitad del crecimiento provendrá de las transferencias públicas del gobierno, lo que nos deja con un crecimiento real subyacente similar al de Europa, de un 1,5% aproximadamente.

Con respecto al riesgo de inflación, tanto el índice general de precios como la tasa subyacente han mantenido una tendencia a la baja durante todo el 2010 y en el segundo caso, estamos al nivel más bajo desde que se tienen datos. De cara al 2011, y a pesar de que muchos alertan posibles tensiones en los precios, mantenemos la tesis de que éstos estarán bien contenidos durante todo el año y, por tanto, no prevemos repuntes en los precios superiores al 1,5%.

Inflación USA. Variación interanual



US Department of Labor

FactSet Research Systems

Emergentes Asiáticos

Las expectativas de crecimiento para la región bajan de cara al 2011 y se sitúan en torno al 7,5%. A pesar de mantenerse en un nivel más que aceptable, este ritmo es considerablemente menor al observado en 2010, que fue del +9%.

Los problemas empiezan a manifestarse de manera evidente en estas economías, sobre todo en las más vigorosas, puesto que están experimentando fuertes tensiones en los precios que ponen en peligro las dinámicas de crecimiento. Podríamos decir que esta problemática plantea un dilema a las autoridades de estos países, puesto que tienen que escoger entre asumir los riesgos del descontrol en los precios o, por el contrario, sacrificar el crecimiento. Hasta el momento, todas las medidas tomadas por los bancos centrales han sido menos intensas de lo que las circunstancias requieren. La prueba de esto es que no están consiguiendo relajar los precios.

En países como China, el índice general de precios ha logrado cotas máximas en 28 meses, mientras que los precios industriales dibujan una tendencia similar. En India, el índice general de precios se ha disparado hasta un 11,8% y de cara al 2011 no bajará por debajo del 7%. No obstante, y a pesar de la timidez de las autoridades en sus acciones para controlar la inflación, el endurecimiento de las condiciones monetarias, con incrementos de los tipos y de las reservas requeridas a la banca, acabarán teniendo un efecto moderador en el ritmo

de expansión. Por el contrario, la persistencia de los flujos de inversión extranjera directa hacia Asia, en respuesta a las políticas de expansión monetaria en EE.UU., ayudarán que esta moderación en el ritmo de crecimiento no sea abrupta. La controversia está servida. Estos países acusan a EE.UU. de provocar la escalada en los precios de las materias primas con los programas de la Fed por recomprar activos, y EE.UU. responde que los responsables de la inflación en la región son ellos mismos al fijar artificialmente la cotización de sus divisas en niveles poco razonables, lo que supone una ganancia de competitividad importante manteniendo las dinámicas internas a un ritmo peligrosamente elevado.

La realidad, como acostumbra a pasar, es compleja. No obstante, ésta pone de manifiesto que las economías emergentes tienen a día de hoy todos los números para aspirar al descontrol de la inflación y, por lo tanto, poner en peligro su crecimiento. Por un lado sufren los efectos del repunte en el precio de las materias primas y de los alimentos, por otro lado no son capaces de limitar el crecimiento de los préstamos, que vuelven a acelerarse a ritmos del 20% en el caso de China. Adicionalmente, ya han anunciado que no utilizarán la divisa para luchar contra la inflación, es decir, no apreciarán la moneda para frenar el crecimiento y templar la inflación, lo que nos deja en una situación donde el sector exterior de estas economías volverá a ir a toda máquina. Ciertamente, un panorama preocupante de cara al largo plazo, puesto que perpetúa los desequilibrios globales.

Está claro que podría existir una razón por la cual las autoridades no están siendo tan decididas en el endurecimiento de las condiciones monetarias. Esta estaría relacionada con la posibilidad que previeran una caída inminente en el precio de las materias primas, lo cual relajaría los factores externos que motivaron el aumento en los precios domésticos. Cabe decir que a Andbanc también pensamos que el precio de las materias primas está muy inflado y por lo tanto tendría que caer. Somos conscientes que los importantes flujos en movimientos globales de cartera (inversión especulativa) han puesto el precio de las materias primas en máximos y que este hecho tiene poco a ver con un repunte de la demanda real, un hecho peligroso y que nos hace ser muy cautos en estos tipos de activos.

A pesar de esto, nadie puede decir todavía cuan elástica puede ser la ambición del capital inversor y, por lo tanto, no podemos anticipar cuando se podrían empezar a relajar los precios de las materias primas. En resumen, todo apunta a que las economías asiáticas vean repuntar todavía más las tensiones en los precios de cara al 2011, donde la inflación puede situarse en torno al 5,5%, y esto tiene implicaciones serias para el crecimiento futuro de la región. ¿Porqué? El gasto en alimentos por una familia media en una economía desarrollada de occidente oscila entorno al 18,4% de su renta, por lo tanto, un repunte en el precio de los alimentos tiene una importancia relativa. En cambio, por una familia típica en países como India o China, el gasto en alimentación representa el 40% de la renta, por el que un repunte en los precios representa un fuerte golpe para su capacidad restante de consumo y, por tanto, de crecimiento.

Emergentes América del Sur

Las expectativas de crecimiento también se moderan para la región de cara al 2011. El ritmo de expansión se situará previsiblemente en torno al 5%, inferior al 6,6% registrado en 2010. Pero esta moderación no afectará a todos los países por igual, siendo Brasil y Argentina los que verán una mayor reducción en sus ritmos, en parte, por el fuerte crecimiento observado en 2010 que los llevó a expandirse un 8% y un 9% respectivamente, hecho que supondrá un importante efecto base. México también tendría que experimentar una cierta moderación, a pesar de que menos intensa. De entre las grandes economías de la zona, México será la que crecerá a un ritmo menor, sin embargo, este se mantendrá por encima del 4% apoyado por el crecimiento del 3% previsto en EE.UU. y la estrecha relación entre los PIB de estos dos países. Finalmente, Chile sería uno de los pocos países, por no decir el único, que verá aumentar el ritmo de expansión en el 2011 del 5,3% en 2010 hasta el 6% previsto. El entorno global, a pesar de ser incierto para muchos países, es ciertamente constructivo para Chile puesto que se beneficiará de un elevadísimo nivel en los precios del cobre. El elevado nivel de los índices de confianza empresarial y de los consumidores, así como el fuerte repunte en las rentas del trabajo, también contribuirán a la expansión en este país.

En materia de precios, es preciso mencionar que la región también se ha visto afectada por un importante repunte de la inflación, con Argentina al frente con ritmos interanuales de los precios del 11% a diciembre de 2010. De cara al 2011, la inflación continuará aumentando en la región y se acelerará en todos los países sin excepción. A pesar de esto, sacando Argentina, la inflación en la región no superará el 4%, lo que representa un nivel más moderado que lo que se ha observado en las economías emergentes asiáticas con crecimientos de los precios que oscilarán en torno al 5,4% en 2011.

Por países, lo más destacable quizás serían las dinámicas internas observadas en Brasil. El crecimiento del 7,8% en esta economía en 2010 ha sido impulsado por el fuerte proceso de inversión (extranjera) y la robusta tendencia del consumo doméstico. Todo ello ha dado lugar a un crecimiento que difícilmente podría ser considerado de sostenible dado el fuerte repunte en el déficit por cuenta corriente y en la inflación. No obstante, esta dinámica continuará de cara al 2011 puesto que los salarios reales continúan creciendo a un ritmo del 6,6%, muy superiores a las ganancias de competitividad, lo que tendrá un efecto inercia y ayudará a mantener la expansión en el 2011. Como contrapunto, los problemas de inflación han provocado el endurecimiento de la política monetaria por parte del Banco Central de Brasil, que previsiblemente continuará subiendo tipo en 2011, y han dado lugar a programas de contención del gasto público con el objetivo de contener los precios. Todo ello, tendría que tener un efecto moderador sobre el crecimiento, es por eso que las previsiones apuntan a un crecimiento del 5,1% en 2011, inferior al de 2010 (7,8%).

En México, el ritmo de expansión también se moderará, pero de una manera más limitada. El crecimiento previsto para este país en el 2011 es del 4,1%, lo cual representa suavizar el ritmo desde el 5,1% actual. Las dinámicas de crecimiento este año estarán apoyadas por la expansión prevista del 3% en EE.UU. A nivel de qué sector contribuirá más al crecimiento, es evidente que el sector exterior absorberá todo el protagonismo impulsado por un precio del petróleo alto y estable, así como una situación de ventaja en los costes laborales gracias a la situación de relativa debilidad de la divisa contra el dólar.

Previsión para los mercados financieros en 2011

Renta Fija y tipos de interés

En octubre de 2010 alertábamos de la compra masiva de deuda gubernamental por parte de la banca en Europa y en EE.UU.. La frenética actividad de los bancos para acumular deuda respondía a una estrategia de *carry trade* aprovechando la fuerte pendiente de la curva, pero también por el hecho que la actividad tradicional de la banca no está proporcionando resultados positivos. Dicha estrategia trajo el nivel de rentabilidades a mínimos históricos del 2,12% en el *bund* 10 años y del 2,40% en el *Treasury* 10 años. En este momento detectamos que la compra por parte de los bancos en los dos últimos años había sido de 470.000 millones de euros, equivalente a las compras que efectuaron en todo el periodo 2000–2005. Este hecho nos obligaba a ser extremadamente cautos en este tipo de activo ante la posibilidad que la banca empezara a vender papel. Así fue, en los dos últimos meses del año las ventas de bonos por parte de la banca fueron superiores a cualquiera otro registro desde que tenemos datos. Esto ha explicado en grande mide el movimiento al alza en las TIR del *bund* y el *Treasury*, hasta los niveles actuales de 3,25% y 3,50% respectivamente.

De cara al 2011, nuestra previsión es que estas extensiones en las rentabilidades de los bonos no vayan mucho más allá de los niveles de principios de año. Hemos puesto los niveles medios (máximos) a los que podrían llegar las TIR en el 3,5% por el *bund* y el 3,75% por el *Treasury*. Una vez logradas estas cotas consideramos que sería una buena oportunidad para comprar en los tramos largos de la curva. Los argumentos sobre los cuales descansan nuestras recomendaciones son, en primer lugar, la obligación de la banca de continuar comprando bonos gubernamentales de manera masiva para adaptar sus balances en Basilea III. Los niveles de TIR han aumentado por la propia acción de los bancos en su estrategia de *carry trade*. Las compras masivas han dado resultados extraordinarios en las carteras a vencimiento y era momento de realizar ganancias (venta). Con la pendiente otra vez a máximos, y con las líneas extraordinarias de financiación del BCE sin utilizar, tiene muy sentido iniciar de nuevo esta estrategia, lo que podría dirigir otra vez las TIR a la baja. Los argumentos inflacionistas,

que han hecho aumentar las expectativas de incremento en los tipos por parte del BCE y por lo tanto han dirigido al alza las TIR, no son compatibles con nuestro escenario central. No vemos tensiones inflacionistas importantes, y en el supuesto de que los índices generales de precios aumenten, habrá sido debido a choques de oferta y no a una sólida evolución de las dinámicas internas. En este entorno, no tendría sentido un endurecimiento de las condiciones monetarias por parte del BCE. Resumiendo, a partir de los niveles mencionats en las TIR, aun a los niveles actuales, consideramos la entrada en estrategias de duración como una buena oportunidad, puesto que nuestra visión económica es compatible con niveles de tipos a 10 años mucho más bajos a los actuales. En este sentido, cualquier repunte de las rentabilidades de los tramos largos representará una oportunidad de comprar duración en una estrategia de mantener los activos.

Crédito Soberano

A lo largo del 2010 hemos ido advirtiendo que los episodios de estrés en el frente soberano se repetirían y que cada uno de estos episodios representaría una oportunidad de compra. Efectivamente, como mínimo hemos contabilizado 5 episodios de crisis y cada episodio ha venido acompañado de una relación en las primas. De cara al 2011 el discurso cambia ligeramente. A pesar de estar seguros que todavía veremos más tensiones en este segmento del mercado, pensamos que nos encontramos cerca de aquella solución final planteada a inicio del 2010. Aquellos países periféricos que realmente pueden suponer un problema para el euro, como por ejemplo España, han implementado medidas de disciplina fiscal duras que ya están teniendo resultados en términos de reducción del déficit. La reestructuración de su sistema financiero tiene que servir para disipar dudas sobre la posibilidad que la banca se pueda llevar el país por delante (como en el caso de Irlanda). Adicionalmente, las dinámicas de actividad, a pesar de ser pobres de cara al 2011 en este país, están lejos de sugerir una nueva contracción económica. Con todo, el mensaje que damos para 2011 apunta a que volveremos a ver nuevos episodios de estrés, pero estos serán menos numerosos, por lo que ya no habrán tantas oportunidades de entrada. Actualmente, a pesar

de la normalización en las primas de estos emisores, continúa habiendo oportunidades de entrada.

Crédito Corporativo Financiero

Las dudas sobre las pérdidas pendientes de aflorar en el sistema financiero (sobre todo el Español) han sido el origen de las tensiones en el frente soberano y, por extensión, en todo el sector financiero europeo. Nos hemos posicionado de manera contraria al mercado, asumiendo para la banca española pérdidas potenciales muy por debajo del consenso que las situaba por encima de los 80.000 millones de euros. El crédito inmobiliario total concedido asciende a 183.000 millones de euros. Asumiendo que la tasa de morosidad se dispara hasta el 15% (actualmente está en el 5,66% y ya es la más alta de los últimos 14 años) las pérdidas derivadas alcanzarían los 27.000 millones de euros. Respecto a los activos adjudicados, valorados en 31.000 millones de euros, asumimos una merma del 50%, lo que sitúa las pérdidas potenciales por este concepto en 15.000 millones. En total, las pérdidas máximas estimadas oscilarían en torno a los 42.000 millones, claramente por debajo de lo que prevé el mercado.

Adicionalmente, las conversaciones de un incremento en el volumen del EFSF y una ampliación de su campo de actuación, alejan el crédito financiero de la hipótesis de verse inmerso en un proceso de finiquito. No obstante, las discrepancias políticas en el sí de los países rescatados alimentan la posibilidad que los bonistas de estos bancos se vean obligados a compartir la factura del rescate y, por lo tanto, aumenta el fantasma de un proceso de quita en la deuda sénior financiera. Hay que recordar que el sector está inmerso en un cambio regulatorio (Basilea III) que ejercerá una influencia positiva a largo plazo puesto que persigue mejorar los ratios de riesgo. Recomendamos la deuda sénior financiera, como primer nivel de subordinación por debajo de la deuda de gobierno. Hasta el 2013 estaría “de facto” avalado. No obstante, evitaríamos bancos griegos e irlandeses. Vemos valor especialmente en los grandes bancos españoles. Con respecto a la deuda subordinada, pensamos que sufrirá a lo largo del año. Es un instrumento subordinado y como tal, en caso de nacionalización o rescate público, tiene probabilidades de sufrir reducciones

del principal. A pesar de esto, existen nombres que valen la pena. Adicionalmente, bajo Basilea III es un instrumento que no tiene cabida, por lo que las entidades están incentivadas a recomprar a la pár.

Crédito Corporativo no Financiero

Cerramos el 2010 a niveles de 100 p.b en el diferencial ofrecido por el crédito corporativo europeo. En general, la recomendación durante el 2010 de comprar por encima de 100 ha resultado beneficiosa dado que cada ampliación hacia la zona de los 120 p.b. ha ido seguida por un estrechamiento hacia la zona de los 100 p.b. De cara al 2011 tenemos que volver a hacer un uso muy preciso de la semántica, dado que a los niveles actuales no podemos decir que el crédito está barato, pero tampoco caro. Para aquellos que busquen un estrechamiento significativo (15-20 p.b.) del crédito a corto plazo, creemos que se darán mejores oportunidades de entrada, por lo tanto, recomendaríamos esperar. En cambio, los que aspiren a un diferencial (ajustado a riesgo) atractivo a 2-3 años vista, hoy es un buen momento de entrada. En resumen, mantenemos lo que hemos ido recomendando a lo largo de todo el 2010: Entrar en crédito por encima de 100 p.b.

Bolsas

Hemos sugerido en numerosas ocasiones que vemos las bolsas como unos mercados “soportados artificialmente” (por los programas de recompra de activos de la Fed) y “limitados por arriba” por un crecimiento económico inferior al potencial y que no permitirá recuperar los niveles de ocupación, consumo y, por lo tanto, ventas. El crecimiento en beneficios se verá limitado a largo plazo. Respecto al 2011, todavía podríamos asistir a un ritmo aceptable en los beneficios empresariales, el que podría dar pie a revalorizaciones de las bolsas. Esta premisa se basa en cuatro puntos: Los costes laborales proyectados con una tasa de paro elevada y permanente se mantendrán por debajo del que está inicialmente previsto, hecho que continuará apoyando a la expansión de los beneficios; la fuerte pendiente de la curva permitirá al sistema financiero implementar estrategias de duración con un interesante margen financiero; la mejora en los diferenciales de crédito (y sobre todo *High*

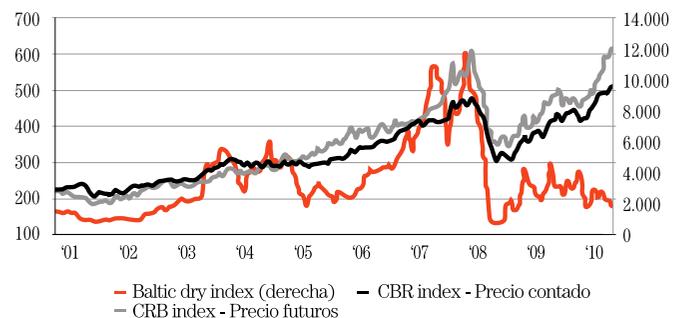
Yield) hacen pensar que las condiciones financieras de las empresas han mejorado sustancialmente, lo que favorecerá los márgenes. Por eso pensamos que los inversores harán una lectura positiva del crecimiento de los beneficios empresariales, que situamos en el 11% aproximado en Europa y en EE.UU. En resumen, con este ritmo previsto en los beneficios, con una tasa de descuento (representada por la TIR) a niveles del 3% - 3,25%, y una volatilidad promedia del 22%-24%, nos lleva a una revalorización potencial estimada para las bolsas occidentales en torno al 9% en el caso del Eurostoxx y alrededor del 11% para S&P.

Hay que poner énfasis en el hecho que no prevemos, en absoluto, un comportamiento lineal de las bolsas, de forma que estas revalorizaciones no se lograrán de manera gradual. Al contrario, existen factores, como por ejemplo un volumen nunca visto en las carteras de negociación de la banca, que nos hacen pensar en un comportamiento inusualmente errático de las bolsas. Esta afirmación invita a llevar a cabo una estrategia de gestión activa, vendiendo cuando los índices se encuentren cerca de los niveles de revalorización fijados para el conjunto del año, y comprando cuando nos encontremos en la parte baja del rango.

Materias Primas

Observando el desarrollo del Baltic Dry Index como termómetro de la evolución económica global, éste apunta a una clara desaceleración, lo que se alinearía con nuestro escenario base de ciclo global débil. Desde siempre, los precios de las materias primas han reflejado las dinámicas globales de transporte marítimo (demanda real). Pues bien, hoy esta relación se ha roto de manera abrupta. Mientras el transporte de mercancías a granel se ha reducido considerablemente durante la segunda mitad del 2010, el precio de las materias primas no líquidas ha subido de promedio un 25%. El fuerte distanciamiento existente entre los precios al contado y los contratos de futuros apuntan a la gran influencia de los movimientos de cartera en la evolución de los precios. Por esta razón, nos mostramos extremadamente cautos en estos activos (materias primas no líquidas) de cara al 2011.

Precio de las materias primas Vs transporte marítimo (demanda real)



Commodity Research Bureau

FactSet Research Systems

Las materias primas podrían continuar la tendencia alcista en el 2011 pero consideramos los niveles actuales irracionales. Es difícil, por no decir imposible, saber cuando podrían empezar a relajarse los precios. Nadie, al día de hoy, puede estimar cuan elástica es la ambición, apetencia o la capacidad de asumir riesgos de los flujos globales de cartera (capital especulativo). Aspectos como la debilidad estructural prevista para el dólar pueden continuar apoyando a estos activos, pero en general, vemos la evolución de éstos como un movimiento, en principio, agotado.

Divisas

Consideramos que el nivel de valoración adecuado para el euro-dólar estaría en torno al 1,40 y prevemos, por lo tanto, que el cruce se dirija hacia esta zona. Los continuos episodios de riesgo soberano en Europa han perjudicado el euro llevando el cruce desde el 1,43 de noviembre hasta el 1,29 en enero de 2011. Una vez se normalice la situación en este segmento del mercado (riesgo país), volveremos hacia la zona del 1,40. La expansión monetaria de la Fed hacia la contención de los déficits en Europa y el creciente interés de las economías asiáticas para adquirir deuda en euros, también apuntarían en esta dirección.



4. Informe de Auditoría y Estados Financieros Grupo Andbanc

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

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 al 31 de diciembre de 2010, de los resultados consolidados de sus operaciones y de los recursos consolidados obtenidos y aplicados correspondientes al ejercicio anual terminado en dicha fecha, de conformidad con los principios y normas contables generalmente aceptados por el sistema financiero andorrano.

DELOITTE, SL



Jordi Montalbo

8 de abril de 2011

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

Balances de situación consolidados al 31 de diciembre de 2010 y 2009

(Expresados en miles de euros)

ACTIVO	2010	2009(*)
Caja y bancos centrales de la OCDE	13.890	12.987
INAF (nota 20)	18.066	18.066
Intermediarios financieros a la vista y bancos y entidades de crédito (notas 4 y 5)	423.297	328.526
Bancos y entidades de crédito	423.449	328.739
Otros intermediarios financieros	-	-
Fondos de provisión para insolvencias	(152)	(213)
Inversiones crediticias (notas 4 y 6)	1.611.225	1.594.259
Préstamos y créditos a clientes	1.512.569	1.506.114
Descubiertos en cuentas de clientes	110.998	106.574
Cartera de efectos de clientes	13.961	10.501
Fondos de provisión para insolvencias	(26.303)	(28.930)
Cartera de valores (notas 4 y 7)	948.844	801.088
Obligaciones y otros títulos de renta fija	864.776	790.440
Fondos de provisión para insolvencias	(2.983)	(4.036)
Fondos de fluctuación de valores	(2.738)	(2.603)
Participaciones en empresas del grupo	3.153	3.697
Fondos de fluctuación de valores	(50)	(50)
Otras participaciones	4.987	4.987
Acciones y otros títulos de renta variable	952	44
Organismos de inversión	83.791	10.966
Fondos de fluctuación de valores	(3.044)	(2.357)
Diferencias positivas de consolidación (nota 8.b)	14.500	8.533
Diferencias positivas de consolidación	17.380	9.604
Fondos de amortización	(2.880)	(1.071)
Activos inmateriales y gastos amortizables (nota 8.a)	12.189	12.444
Activos inmateriales y gastos amortizables	38.685	36.384
Fondos de amortización	(26.496)	(23.940)
Activos materiales (nota 8.a)	116.838	114.499
Activos materiales	182.786	173.592
Fondos de amortización	(63.443)	(58.665)
Fondos de provisión para depreciación del activo material	(2.505)	(428)
Cuentas de periodificación	25.584	29.585
Intereses devengados y no cobrados	24.039	29.308
Gastos pagados por anticipado	1.545	277
Otros activos	20.631	28.801
Operaciones en curso	381	3.668
Existencias	13	12
Opciones adquiridas	4.297	4.976
Otros	15.940	20.145
TOTAL ACTIVO	3.205.064	2.948.788

Las notas 1 a 23 adjuntas forman parte integrante de estos estados financieros consolidados. (*) Se presenta, única y exclusivamente, a efectos comparativos.

(Expresados en miles de euros)

PASIVO	2010	2009(*)
INAF (nota 4)	18.992	19.149
Acreedores (nota 4)	2.690.281	2.531.846
Bancos y entidades de crédito	195.397	92.147
Depósitos de clientes	2.494.884	2.439.699
Deudas representadas por títulos (nota 4)	23.000	-
Fondos de provisiones para riesgos y cargas (nota 9)	7.958	6.766
Provisiones para pensiones y obligaciones similares	5.822	5.392
Otras provisiones	2.136	1.374
Pasivos subordinados	-	-
Fondos para riesgos generales (nota 11)	800	2.800
Cuentas de periodificación	16.940	21.552
Gastos devengados y no pagados	14.032	17.500
Ingresos cobrados por anticipado	2.908	4.052
Otros pasivos	31.603	25.934
Operaciones en curso	492	945
Opciones emitidas	1.533	-
Proveedores y otros acreedores	29.578	24.989
Capital social (nota 11)	78.061	78.061
Capital suscrito	78.061	78.061
Reservas (nota 11)	296.651	218.323
Reserva legal	15.612	15.612
Reservas en garantía	17.856	17.856
Reservas estatutarias	-	-
Reservas voluntarias	121.150	39.491
Reservas de consolidación	8.792	10.365
Reservas de revalorización	63.242	65.000
Primas de emisión	69.999	69.999
Resultados (notas 10 y 11)	40.778	44.357
Resultado del ejercicio	40.778	44.357
Dividendos a cuenta	-	-
Intereses minoritarios	-	-
TOTAL PASIVO	3.205.064	2.948.788

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

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

Cuentas de orden consolidadas al 31 de diciembre de 2010 y 2009

(Expresadas en miles de euros)

CUENTAS DE ORDEN	2010	2009(*)
Pasivos contingentes	107.419	81.376
Garantías, cauciones, fianzas y avales otorgados	105.511	79.645
Créditos documentarios emitidos o recibidos y confirmados a los clientes	173	326
Aceptación de efectos y similares	1.735	1.405
Compromisos y riesgos contingentes	261.953	330.444
Compromisos y riesgos de naturaleza operacional	254.737	323.725
Compromisos y riesgos de naturaleza actuarial	7.216	6.719
Operaciones de futuro (nota 14)	2.357.099	2.654.302
Compraventa no vencida de divisas	1.140.140	1.894.333
Operaciones sobre instrumentos financieros a plazo	1.216.959	759.969
Depósitos de valores y otros títulos en custodia (nota 18)	6.138.398	5.568.058
Depósitos de valores y otros títulos en custodia de terceros	5.203.499	4.651.250
Depósitos de valores y otros títulos en custodia propios	934.899	916.808
Otras cuentas de orden con funciones exclusivas de control administrativo	1.607.441	1.485.570
Garantías y compromisos recibidos	1.410.463	1.309.000
Otras cuentas de orden (nota 19)	196.978	176.570
TOTAL CUENTAS DE ORDEN	10.472.310	10.119.750

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

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

Cuentas de pérdidas y ganancias consolidadas de los ejercicios anuales terminados al 31 de diciembre de 2010 y 2009

(Expresadas en miles de euros)

CUENTAS DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	2010	2009(*)
Intereses y rendimientos asimilados	61.743	83.825
INAF e intermediarios financieros a la vista y a plazo	5.550	11.456
De inversiones crediticias	38.176	50.378
De obligaciones y otros títulos de renta fija	18.017	21.991
Intereses y cargas asimilables	(16.625)	(40.482)
INAF e intermediarios financieros	(1.418)	(2.271)
De depósitos de clientes	(14.942)	(38.095)
De otros	(265)	(116)
Rendimientos de valores de renta variable	(14)	9
De participaciones en empresas del grupo	10	33
De otras participaciones	(24)	(24)
De acciones y otros títulos de renta variable	-	-
Rendimientos netos de sociedades puestas en equivalencia	-	-
MARGEN FINANCIERO	45.104	43.352
Comisiones por servicios netas	86.675	64.402
Comisiones devengadas por servicios prestados (nota 3)	94.764	69.641
Comisiones devengadas por servicios recibidos	(8.089)	(5.239)
Resultados de operaciones financieras	9.024	27.223
Dotaciones netas al fondo de fluctuación de valores (nota 7)	(822)	(1.759)
Resultados por diferencias de cambio	4.558	4.688
Resultados de operaciones con valores (nota 3)	3.933	21.329
Resultados de operaciones de futuro	986	2.238
Participaciones en pérdidas / beneficios de sociedades puestas en equivalencia	369	727
Otros resultados ordinarios	881	1.460
MARGEN ORDINARIO	141.684	136.437
Gastos de personal	(40.078)	(36.771)
Personal, Consejo de Administración e indemnizaciones	(33.298)	(30.083)
Seguridad Social	(4.095)	(4.224)
Otros gastos de personal	(2.685)	(2.464)
Gastos generales	(32.721)	(32.414)
Material	(240)	(225)
Servicios externos	(14.697)	(15.462)
Tributos (nota 20)	(13.749)	(13.402)
Otros gastos generales	(4.035)	(3.325)
Amortizaciones de activos netas de recuperaciones (nota 8)	(10.097)	(9.035)
Dotación al fondo de amortización para activos inmateriales y materiales	(10.097)	(9.035)
Provisiones para depreciación de activos netas de recuperaciones (nota 8)	(327)	(327)
MARGEN DE EXPLOTACIÓN	58.461	57.890

(Expresadas en miles de euros)

Provisiones para insolvencias netas de recuperaciones	(17.882)	(9.992)
Dotaciones al fondo de provisión para insolvencias (notas 5, 6 y 7)	(19.028)	(11.018)
Recuperaciones del fondo de provisión para insolvencias	1.146	1.026
Provisiones para riesgos y cargas netas de recuperaciones (nota 9.b)	(881)	2.299
Dotaciones al fondo para riesgos generales	-	(2.000)
RESULTADO ORDINARIO	39.698	48.197
Resultados extraordinarios (nota 13)	1.080	(3.840)
Resultado consolidado	40.778	44.357
Resultados atribuidos a la minoría	-	-
Resultados atribuidos al grupo	40.778	44.357

Las notas 1 a 23 adjuntas forman parte integrante de estos estados financieros consolidados.
(*) Se presenta, única y exclusivamente, a efectos comparativos.

Estados de Origen y Aplicación de Fondos consolidados correspondientes a los ejercicios anuales terminados al 31 de diciembre de 2010 y 2009

(Expresados en miles de euros)

ORÍGENES DE LOS FONDOS	2010	2009(*)
Recursos generados por las operaciones	71.338	69.945
Resultado del ejercicio	40.778	44.357
Dotaciones netas al fondo de provisión para insolvencias	17.882	9.992
Dotaciones netas a los fondos de depreciación de activos	-	-
Dotaciones netas al fondo de fluctuación de valores	822	1.760
Dotaciones netas a otros fondos (fondos de pensiones y riesgos generales)	-	2.796
Amortizaciones de activos materiales e inmateriales	11.856	9.035
Pérdida en venta de inmovilizado	-	2.005
Pérdida por venta de acciones propias y participaciones	-	-
Beneficio por venta de inmovilizado	-	-
Beneficio por venta de acciones propias y participaciones	-	-
Otros	-	-
Variación positiva de pasivos menos activos	21.770	670.279
INAF e intermediarios financieros	-	234
Bancos y entidades de crédito (Pasivo – Activo)	8.540	670.045
Otros intermediarios financieros (Pasivo - Activo)	-	-
Otros conceptos	13.230	-
Incremento neto de pasivos	78.185	-
Acreeedores: clientes	55.185	-
Deudas representadas por títulos	23.000	-
Disminución neta de activos	-	163.817
Caja y bancos centrales de la OCDE	-	-
Cartera de valores menos participaciones	-	163.817
Ventas de inversiones permanentes	843	5
Ventas de participaciones	-	5
Ventas de inmovilizado	843	-
Recursos generados por las actividades de financiación	35.730	23.127
Aportaciones externas de capital	-	-
Otras partidas de fondos propios	35.730	23.127
TOTAL ORIGEN DE LOS FONDOS	207.866	927.173

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

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

(Expresados en miles de euros)

APLICACIÓN DE LOS FONDOS	2010	2009(*)
Recursos aplicados a las operaciones	(1.140)	(2.643)
Aplicaciones de los otros fondos (fondos de pensiones ...)	(1.224)	(959)
Otros	84	(1.684)
Variación positiva de activos menos pasivos	(157)	(6.073)
INAF (Activo –Pasivo)	(157)	-
Bancos y entidades de crédito (Pasivo – Activo)	-	-
Otros intermediarios financieros (Activo - Pasivo)	-	-
Otros conceptos	-	(6.073)
Disminución neta de pasivos	-	(852.064)
Acreeedores: clientes	-	(852.064)
Incremento neto de activos	(184.060)	(49.685)
Caja	(904)	(2.428)
Inversiones crediticias: clientes	(35.631)	(47.257)
Cartera de valores menos participaciones	(147.525)	-
Compras de inversiones permanentes	(20.751)	(16.708)
Compras de participaciones	-	-
Compras de inmovilizado	(20.751)	(16.708)
Recursos aplicados por las actividades de financiación	(1.758)	-
Dividendos a cuenta del ejercicio	-	-
Dividendos complementarios del ejercicio anterior	-	-
Disminución de reservas	(1.758)	-
Otras partidas de fondos propios	-	-
TOTAL APLICACIÓN DE LOS FONDOS	(207.866)	(927.173)

Las notas 1 a 23 adjuntas forman parte integrante de estos estados financieros consolidados.
 (*) Se presenta, única y exclusivamente, a efectos comparativos.

Notas a los Estados Financieros consolidados para el ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2010

1. Actividad

Andorra Banc Agrícola 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 Agrícola i Comercial de Andorra, S.A. por la de Andorra Banc Agrícola Reig, S.A. (en adelante, Andbanc 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 normativa del sistema financiero andorrano. Asimismo podrá realizar todas las operaciones y actividades que sean accesorias o complementarias del objeto social.

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

2. Bases de presentación y principios de consolidación

a. Imagen fiel

Los estados financieros consolidados adjuntos se ajustan a los modelos establecidos por el Decreto por el que se aprueba el Plan contable normalizado del 19 de enero de 2000, que deben implantar todos los componentes operativos del sistema financiero, publicado en el Boletín Oficial del Principado de 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 Agrícola Reig, S.A. y sociedades dependientes (en adelante, el Grupo) al 31 de diciembre de 2010, de forma que presentan la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera, de los resultados y del origen y aplicación de los fondos consolidados del Grupo.

El 1 de enero de 2009 entró en vigor el Plan General de Contabilidad publicado el 23 de julio de 2008. No obstante, dicho

Plan no es de aplicación a las entidades bancarias y otras entidades operativas del sistema financiero.

Los estados financieros consolidados del Grupo están pendientes de aprobación por la Junta General de Accionistas. No obstante, la Dirección estima que serán aprobados sin cambios significativos.

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

b. Principios contables

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

c. Principios de consolidación de los estados financieros

Los estados financieros al 31 de diciembre de 2010 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, S.A. al 31 de diciembre de 2010 y sus principales datos societarios son las siguientes (importes expresados en miles de euros):

Expresados en miles de euros.

SOCIEDAD	DOMICILIO	ACTIVIDAD	% PARTICIPACIÓN DIRECTA	% PARTICIPACIÓN INDIRECTA	DIVIDENDO A CUENTA	FONDOS PROPIOS	RESULTADOS
Caronte 2002, S.L.U.	Andorra	Servicios	100%	-	-	40	-
Clau d'Or, S.L.	Andorra	Inmobiliaria	10%	90%	-	30	(1)
Món Immobiliari, S.L.U.	Andorra	Inmobiliaria	100%	-	-	27	(4)
Andorra Gestió Agrícol Reig, S.A.U.	Andorra	Gestora de fondos de inversión	100%	-	-	3.732	2.509
Andbanc Bahamas Limited	Bahamas	Entidad bancaria	100%	-	-	25.351	1.349
Nobilitas N.V. (*)	Antillas Holandesas	Sociedad patrimonial (*)	100%	-	-	1.170	(2.036)
Savand, S.A.U.	Andorra	Servicios financieros	100%	-	-	2.165	134
Andorra Assegurances Agrícol Reig, S.A.U.	Andorra	Seguros	100%	-	-	3.045	159
AndPrivate Wealth S.A.	Suiza	Gestora de patrimonios	-	100%	-	3.297	(1.636)
Columbus de México, S.A.	México	Gestora de patrimonios	-	50%	-	662	(75)
Quest Capital Advisers, S.A.	Uruguay	Gestora de patrimonios	-	100%	-	1.660	1.230
Andbanc Asset Management Luxembourg	Luxemburgo	Gestora de fondos de inversión	100%	-	-	1.241	(502)
Andbanc (Luxembourg) S.A.	Luxemburgo	Entidad bancaria	100%	-	-	9.668	(2.332)
AndPrivate Consulting, S.L.	España	Servicios	100%	-	-	(187)	(190)
Andbanc Wealth Management LLC	EE.UU	Servicios financieros	-	100%	-	33	(381)
APW International Advisors	Islas Vírgenes Británicas	Gestora de patrimonios	100%	-	-	302	180
Andbanc Representações Lda	Brasil	Servicios financieros	100%	-	-	190	(88)
AND PB Financial Services, S.A.	Uruguay	Oficina de representación	100%	-	-	50	(88)
Andorra Capital Agrícol Reig BV	Holanda	Servicios financieros	100%	-	-	32	14
Andbanc (Panamá) S.A.	Panamá	Entidad bancaria	100%	-	-	2.476	(1.012)
Andbanc Luxembourg Limited Hong Kong	Luxemburgo	Servicios financieros	-	100%	-	97	-
And Private Wealth (Chile)	Chile	Servicios financieros	-	100%	-	-	-

(*) Dicha sociedad 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 Quets Financial Advisers, S.A., el total del capital d'Andbanc Wealth Management LLC, el 50% de la sociedad Columbus de México, S.A. y el 50% restante de la sociedad Andprivate Wealth, S.A. (Chile). Los contratos de compraventa de Quest Financial Advisers, S.A. y de Columbus de México, S.A. incluyen potenciales pagos aplazados en función de los futuros resultados de ambas sociedades (véase nota 8.b). La matriz (Andorra Banc Agrícol Reig, S.A.) mantiene préstamos a Zumzeiga Coöperatief U.A., a través de Nobilitas N.V., por importe de 15.525 miles de dólares americanos que la filial ha utilizado para la creación y adquisición de sus compañías dependientes.

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

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

Andbanc Asset Management Luxembourg es una sociedad gestora de organismos de inversión domiciliada en Luxemburgo fundada por el Grupo Andbanc en el año 2009 dentro de su proceso de internacionalización.

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

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

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

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

APW International Advisors, sociedad domiciliada en BVI, es una sociedad gestora de patrimonios y fondos de inversión que se incorporó al Grupo en el año 2007 con la adquisición del grupo suizo P&P Portfolio Planning, cuya matriz se fusionó con AndPrivate Wealth, S.A. APW International Advisors es filial directa de Andorra Banc Agrícol Reig.

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

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

Andbanc Luxembourg, S.A. es una entidad bancaria fundada en el año 2010 que ha empezado su actividad en este mismo ejercicio. Como entidad bancaria domiciliada en Luxemburgo, está supervisada por la Commission de Surveillance du Secteur Financier y por el Banque Centrale du Luxembourg. Dicha entidad se encuentra pendiente de la inscripción definitiva pertinente por parte del INAF a la fecha de cierre de dichas cuentas. Andbanc Luxembourg Limited Hong Kong es una sociedad creada durante el año 2010 destinada a prestar servicios financieros y participada al 100% por Andbanc Luxembourg, S.A. Se trata de la primera sociedad del Grupo en territorio asiático.

Andorra Capital Agrícol 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 residentes en Chile y Brasil, respectivamente.

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

Las sociedades del Grupo que han sido inscritas en los registros del INAF y que han empezado sus actividades después del 31 de diciembre de 2009 han sido las siguientes:

SOCIEDADES DEL GRUPO CON INICIO DE ACTIVIDADES EN EL AÑO 2010	FECHA INSCRIPCIÓN INAF
Andprivate Consulting S.L.	25/01/2011
Andprivate Wealth (Chile)	11/02/2011
Andbanc Luxembourg Limited Hong Kong	09/02/2011
Andorra Capital Agrícola Reig B.V.	14/12/2010
Andbanc Asset Management Luxembourg	30/03/2010
Andbanc Wealth Management LLC	09/02/2011

Las sociedades Clau d'Or, S.L. y Món Immobiliari, S.L.U. no se consolidan por su escasa importancia relativa, respecto a los datos agregados del Grupo. La definición del Grupo se ha efectuado de acuerdo con el Decreto por el que se aprueba el Plan contable normalizado del 19 de enero de 2000 del Gobierno Andorrano.

Los métodos de consolidación utilizados han sido los siguientes:

- Integración global para las siguientes sociedades: Andorra Gestió Agrícola Reig S.A., Andbanc Bahamas Limited, Nobilitas N.V., Egregia, B.V., Zumzeiga Cooperatief, AndPrivate Wealth S.A., APW International Advisors, Andbanc Representações Lda, AND PB Financial Services, Andbanc Wealth Management LLC, AndPrivate Consulting, S.L., Andbanc Luxembourg Limited Hong Kong, Savand S.A.U., Caronte 2002 S.L.U., Andorra Capital Agrícola Reig, B.V., Quest Capital Advisers S.A., Andbanc Asset Management Luxembourg, Andbanc (Panamá) S.A., AndPrivate Wealth S.A. (Chile) y Andbanc (Luxembourg), S.A.
- Integración proporcional para la sociedad Columbus de México, S.A.

- Puesta en equivalencia para Andorra Assegurances Agrícola Reig, S.A.U. Durante el ejercicio 2010 ha salido del perímetro de consolidación Seguretat i Serveis, S.A., al reducirse significativamente la participación del Grupo en su capital.

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

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

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

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

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

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

Comparación de la información

Según las instrucciones del INAF, los beneficios obtenidos por el margen del precio aplicado por operaciones de colocación de valores en clientes se han registrado en el epígrafe de comisiones devengadas por servicios prestados de la cuenta de pérdidas y ganancias. Este criterio, aplicado sobre los estados financieros 2009, habría tenido un efecto de 11.872 miles de euros.

Principios contables y criterios de valoración aplicados

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

a. Principio del devengo

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

b. Principio de registro

Todos los derechos y obligaciones del Grupo, incluidos los de carácter futuro o contingente, se registran en el mismo momento en que se originan, ya sea en cuentas patrimoniales o en cuentas de orden, según corresponda. Igualmente se contabilizan tan pronto son conocidas las alteraciones o transformaciones de valor de los anteriores derechos y obligaciones.

Según la práctica bancaria, las transacciones se registran en

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

c. Valoración de las cuentas en divisas

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

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

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

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

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

d. Fondo de provisión para insolvencias

El fondo de provisión para insolvencias tiene como objeto cubrir las pérdidas que puedan producirse en la recuperación de todos los riesgos de crédito. Los fondos que constituyen la cobertura de insolvencias son el específico, el genérico y el de riesgo país. La provisión de insolvencias, de acuerdo con el plan contable del sistema financiero andorrano, se calcula según los siguientes criterios:

- La provisión específica, correspondiente a toda clase de activos y partidas de cuentas de orden, se determina a partir de estudios individualizados de la calidad de los riesgos contraídos con los principales deudores y prestatarios, basados principalmente en función de las garantías y del tiempo transcurrido desde el vencimiento impagado.
- La provisión genérica establece una dotación de un 0,5% de las inversiones crediticias netas y títulos de renta fija de entidades bancarias y el 1% de las inversiones crediticias netas a clientes y títulos de renta fija, excepto por la parte cubierta por garantías dinerarias contractualmente pignoradas y los riesgos con garantía 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 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.

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

e. Cartera de valores

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

- **La cartera de negociación** recoge los valores adquiridos con la finalidad de ser vendidos en un corto plazo de tiempo. Los valores asignados a dicha cartera se presentan a su precio de mercado al cierre del ejercicio o, en su defecto, al calculado por un experto independiente. Las diferencias que

se producen por las variaciones de valoración se registran (sin incluir el cupón corrido de los títulos de renta fija) por el neto, según su signo, en el capítulo de resultado de operaciones 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, S.A.U. De acuerdo con la autorización del INAF de 26 de enero de 2009, dichos títulos fueron integrados en la cartera de vencimiento del Banco al valor de mercado calculado por un experto independiente. Este precio de incorporación se mantendrá hasta el vencimiento de los títulos. En caso de la necesidad a futuro de saneamientos respecto a estos títulos en cartera, deberían registrarse con cargo a la cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio en que se producen o son conocidos. Durante el ejercicio 2010, como consecuencia de

recompras por parte del emisor y ventas de títulos de esta subcartera por encima de su importe de registro inicial en el Banco, se han generado plusvalías que han sido registradas con abono al epígrafe de reservas voluntarias (véanse notas 7 y 11). Asimismo, las minusvalías han sido registradas en la cuenta de pérdidas y ganancias por 3.664 miles de euros.

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

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

-Títulos cotizados: cotización del último día hábil del ejercicio.

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

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

f. Diferencias positivas de consolidación

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

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

Las adquisiciones de Columbus de México, S.A. el abril de 2008 y de Quest Capital Advisers el diciembre de 2009 generaron un fondo de comercio de consolidación de 3.572 y 13.556 miles de euros, respectivamente. Estos activos, según autorizaciones del INAF de 10 de septiembre de 2009 y 2 de agosto de 2010, respectivamente, con el objetivo de lograr una mejor correlación de ingresos y gastos, vieron ampliado su plazo de amortización a 10 años a contar desde el momento de la adquisición.

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

g. Inmovilizado material e inmaterial

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

Los tipos de amortización utilizados han sido:

AMORTIZACIONES	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 revalorización en aquel momento por la diferencia entre el valor estimado de mercado y el coste de adquisición, neto de la amortización acumulada (véanse notas 8 y 11). Cuando se produzca una baja de dichos activos, los correspondientes importes reconocidos en la reserva de revalorización pueden ser traspasados, en su caso, directamente a reservas voluntarias.

h. Inmovilizado material ajeno a la explotación

El inmovilizado ajeno a la explotación incluye los elementos no afectos directamente a la actividad bancaria, así como los activos adjudicados. Los elementos no afectos a la actividad bancaria incluyen terrenos, inmuebles, instalaciones y mobiliario que se valoran a su coste de adquisición y se amortizan en su vida útil estimada en los mismos porcentajes que el inmovilizado afecto a la explotación.

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

i. Derivados financieros

El Banco ha utilizado estos instrumentos de manera limitada tanto en operaciones de cobertura de sus posiciones patrimoniales, como en otras operaciones. Se incluyen como cuentas de orden las operaciones denominadas de futuro por la normativa del Institut Nacional Andorrà de Finances asociadas al riesgo de cambio, de interés, de mercado o de crédito y en concreto:

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

Las operaciones que han tenido por objeto y por efecto eliminar o reducir significativamente los riesgos de cambio, de interés o de mercado, existentes en posiciones patrimoniales o en otras operaciones, se han considerado como de cobertura. En estas operaciones de cobertura, los beneficios o quebrantos generados se han periodificado de forma simétrica a los ingresos o costes del elemento cubierto. Las operaciones que no sean de cobertura, también denominadas operaciones de negociación, contratadas en mercados reglamentados, se han valorado de acuerdo con su cotización. Las pérdidas o los beneficios resultantes de las variaciones en las cotizaciones se han registrado íntegramente en la cuenta de pérdidas y ganancias consolidada en función de su liquidación diaria.

Los resultados de las operaciones de negociación contratadas fuera de estos mercados reglamentados no se reconocen como realizados en la cuenta de pérdidas y ganancias consolidada hasta su liquidación efectiva. No obstante, se han efectuado

valoraciones de las posiciones y se han provisionado con cargo a resultados las pérdidas potenciales netas para cada clase de riesgo que, en su caso, hayan resultado de dichas valoraciones. Las clases de riesgos que se consideran a dichos efectos son el de tipos de interés (por divisa), el de precio (por emisor) de mercado y el de cambio (por divisa).

j. Fondos para riesgos generales

La provisión para riesgos generales incluye los importes que el Grupo estima adecuados para la cobertura de los riesgos generales y se destina a cubrir riesgos inherentes a la actividad bancaria y financiera. Las dotaciones al fondo se reflejan en la partida de dotaciones al fondo para riesgos generales de la cuenta de pérdidas y ganancias consolidada y las recuperaciones en la partida correspondiente dentro de resultados extraordinarios.

k. Periodificación de intereses

El Grupo calcula por el método financiero (es decir, en función del tipo interno de rentabilidad o coste resultante) la periodificación de intereses, tanto de activo como de pasivo, con plazos superiores a 12 meses. Para las operaciones de plazo inferior a 12 meses, el Grupo puede escoger entre dicho método y el de periodificación lineal.

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

En ejercicios anteriores, el Banco firmó con diversos emplea-

dos acuerdos de prejubilación individuales.

Para los pactos expresos realizados con personal jubilado, el Banco está obligado a efectuar retribuciones complementarias.

Para las obligaciones contraídas al 31 de diciembre de 2010 se ha constituido un fondo por importe de 835 miles de euros. Asimismo, para el personal prejubilado se ha constituido al 31 de diciembre de 2010 un fondo interno por un importe de 786 miles de euros que coincide con el importe de las obligaciones devengadas a dicha fecha.

Las variables actuariales y otras hipótesis utilizadas en la valoración al 31 de diciembre de 2010, 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 2010 se estableció en un 1,6% de revalorización respecto a las aportaciones del año 2009, y una tasa de interés del 1,5% en el año 2010 para los empleados que mantienen el fondo dentro del balance de situación (véase nota 9).

Respecto al personal en activo afecto al plan de pensiones de aportación definida, los empleados que lo soliciten pueden movilizar su fondo de pensiones a planes de inversión gestionados por el Banco fuera del balance de situación (véase nota 9). Al 31 de diciembre de 2010 los saldos gestionados fuera de balance ascendían a 1.394 miles de euros, mientras que los fondos internos estaban registrados en el epígrafe "Fondo de provisiones para riesgos y cargas", por importe de 4.201 miles de euros.

4. Vencimiento residual de activos y pasivos

El desglose por vencimientos de las inversiones crediticias brutas, de los saldos acreedores y de los saldos en bancos y entidades de crédito brutos al 31 de diciembre de 2010 y 2009 es el siguiente:

2010	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
Bancos y entidades de crédito y otros intermediarios financieros	-	21.440	9.000	-	-	-	393.009	423.449
Préstamos y créditos a clientes	30.321	106.232	32.052	335.105	547.855	461.004	-	1.512.569
Descubiertos en cuentas de clientes	47.679	-	-	-	-	-	63.319	110.998
Cartera de efectos de clientes	2	4.692	2.248	1.369	3.150	2.500	-	13.961

2009	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
Bancos y entidades de crédito y otros intermediarios financieros	-	21.616	13.198	28.000	-	-	265.925	328.739
Préstamos y créditos a clientes	27.774	110.629	148.714	366.446	421.896	430.655	-	1.506.114
Descubiertos en cuentas de clientes	52.263	-	-	-	-	-	54.311	106.574
Cartera de efectos de clientes	-	5.962	2.675	1.236	628	-	-	10.501

A continuación se desglosa la subpartida del capítulo obligaciones y otros títulos de renta fija del activo del balance de situación consolidado adjunto al 31 de diciembre de 2010 y 2009, en función de los vencimientos residuales:

2010	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	20.006	8.227	53.941	42.854	334.555	405.193	-	864.776

2009	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	10.302	16.604	15.001	117.360	193.041	438.132	-	790.440

Los vencimientos de los depósitos del INAF y de los saldos acreedores al 31 de diciembre de 2010 y 2009 son los siguientes:

2010	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	-	18.151	-	601	-	-	240	18.992
Bancos y entidades de crédito y otros intermediarios financieros	-	23.076	2.849	103	-	161.918	7.451	195.397
Depósitos de clientes	-	236.610	284.847	446.888	270.497	1.538	1.254.504	2.494.884
Deudas representadas por títulos	-	-	-	-	23.000	-	-	23.000

2009	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	-	18.159	-	601	-	-	389	19.149
Bancos y entidades de crédito y otros intermediarios financieros	-	44.810	2.777	22.655	596	-	21.309	92.147
Depósitos de clientes	-	212.986	599.066	529.989	169.524	1.002	927.132	2.439.699

El detalle por divisa de las inversiones crediticias brutas, de los saldos acreedores y la cartera de valores bruta al 31 de diciembre de 2010 y 2009, es el siguiente:

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

2009	EUROS	RESTO DE DIVISAS	TOTAL
Bancos y entidades de crédito y otros intermediarios financieros	168.731	160.008	328.739
Préstamos y créditos	1.428.618	77.496	1.506.114
Descubiertos en cuentas de clientes	105.579	995	106.574
Cartera de efectos de clientes	9.936	565	10.501
Cartera de valores	700.510	109.624	810.134

Respecto a los depósitos del INAF y de los saldos acreedores de los balances de situación consolidados adjuntos, el detalle por divisa al 31 de diciembre de 2010 y 2009 es el siguiente:

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

2009	EUROS	RESTO DE DIVISAS	TOTAL
INAF	19.149	-	19.149
Bancos y entidades de crédito y otros intermediarios financieros	84.748	7.399	92.147
Depósitos de clientes	1.934.244	505.455	2.439.699

El apartado “Deudas representadas por títulos” incluye las emisiones de títulos de renta fija hechas por Andorra Capital Agrícola Reig, B.V. durante el ejercicio 2010. Se trata de dos emisiones realizadas en septiembre y en octubre, por 3 y 20 millones de euros, respectivamente. Ambas emisiones están compuestas por títulos de renta fija estructurados.

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

El saldo de este epígrafe al 31 de diciembre de 2010 y 2009 se desglosa de la forma siguiente:

	2010	2009
Cuentas corrientes		
Bancos y entidades de crédito	393.009	265.926
Otros intermediarios financieros	-	-
	393.009	265.926
Depósitos a plazo		
Bancos y entidades de crédito	30.440	62.813
Otros intermediarios financieros	-	-
	30.440	62.813
Menos, fondos de provisión para insolvencias	(152)	(213)
	423.297	328.526

El movimiento del fondo de provisión para insolvencias durante el ejercicio 2010 se detalla a continuación:

	RIESGOS ESPECÍFICOS	RIESGOS GENÉRICOS	TOTAL
Saldo al 31 de diciembre de 2009	-	213	213
Dotaciones	-	-	-
Aplicaciones	-	-	-
Recuperaciones	-	(61)	(61)
Saldo al 31 de diciembre de 2010	-	152	152

Al 31 de diciembre de 2010 en los epígrafes de intermediarios financieros a la vista y bancos y entidades de crédito no existen partidas vencidas ni dudosas.

6. Inversiones crediticias

El detalle de este capítulo de los balances de situación consolidados adjuntos al 31 de diciembre de 2010 y 2009, por situación del crédito y tipos de garantía, es el siguiente:

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

2009				
Situación del crédito	Normal	Vencido	Dudoso	Total
Préstamos y créditos a clientes	1.478.340	4.592	23.182	1.506.114
Descubiertos en cuentas de clientes	54.311	731	51.532	106.574
Cartera de efectos de clientes	10.501	-	-	10.501

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

Tipos de garantía	2009			Valores	Garantía personal y otras	Total
	Hipotecaria	Dineraria				
Préstamos y créditos a clientes	865.319	36.266		229.995	374.534	1.506.114
Descubiertos en cuentas de clientes	31.308	-		48.853	26.413	106.574
Cartera de efectos de clientes	-	-		-	10.501	10.501

El capítulo de inversiones crediticias al 31 de diciembre de 2010 incluye los créditos en que se han iniciado acciones judiciales por un importe de 46.169 miles de euros.

El movimiento durante el ejercicio 2010 de la provisión para insolvencias ha sido el siguiente:

	RIESGOS ESPECÍFICOS	RIESGOS GENÉRICOS	TOTAL
Saldo al 31 de diciembre de 2009	24.889	4.041	28.930
Dotación	19.028	-	19.028
Recuperaciones	-	(32)	(32)
Utilizaciones	(21.331)	-	(21.331)
Otros	(331)	39	(292)
Saldo al 31 de diciembre de 2010	22.255	4.048	26.303

La dotación del ejercicio 2010 incluye el efecto derivado de la actualización de las garantías hipotecarias citada en la nota 3.d, por importe de 4.258 miles de euros.

A continuación se detallan las inversiones crediticias con entidades del sector público al 31 de diciembre de 2010 y 2009, que corresponden en su totalidad a préstamos y créditos:

	2010	2009
Administraciones centrales	51.300	85.253
Administraciones locales	41.408	42.357
Entidades parapúblicas	2	-
	92.710	127.610

7. Cartera de valores

a. Obligaciones y otros títulos de renta fija

La composición de este capítulo al 31 de diciembre de 2010 y 2009 es la siguiente:

	2010	2009
Deuda pública del Principado de Andorra (véase nota 20)	55.506	55.506
Deuda pública de los países de la OCDE	352.049	181.867
Otras obligaciones y títulos negociables de renta fija	457.221	553.067
	864.776	790.440

Al 31 de diciembre de 2010, dentro de la cuenta de “Otras obligaciones y títulos de renta fija” se incluyen 123.621 miles de euros (417.576 miles de euros al 31 de diciembre de 2009), correspondientes al importe de los títulos de renta fija no cotizados adquiridos en los fondos de inversión monetarios gestionados por el Grupo (véase nota 3.e), de los cuales 76.156 miles de euros corresponden a notas estructuradas de tipos de interés y el resto a notas de crédito. En el mismo epígrafe también se incluyen 64.792 miles de euros correspondientes a un título cedido temporalmente con pacto de recompra.

b. Participaciones en empresas del Grupo

El detalle de las participaciones en empresas del Grupo al 31 de diciembre de 2010 y 2009 es el siguiente:

2010	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	10%	30	(1)	-	30	29
Món Immobiliari, S.L.U. (inmobiliaria)	Andorra	100%	30	(4)	-	27	3
Participaciones en empresas del grupo consolidadas por puesta en equivalencia (véase nota 2)					-		3.045
Otras participaciones					-		76
							3.153

2009	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	10%	30	(1)	-	32	30
Món Immobiliari, S.L.U. (inmobiliaria)	Andorra	100%	30	(27)	-	67	8
Participaciones en empresas del grupo consolidadas por puesta en equivalencia (véase nota 2)					-		3.575
Otras participaciones					-		84
							3.697

El detalle de las participaciones en empresas del Grupo consolidadas por puesta en equivalencia al 31 de diciembre 2010 es el siguiente:

	% PARTICIPACIÓN DIRECTA	CAPITAL	VALOR PATRIMONIAL NETO DE LA PARTICIPACIÓN	TOTAL FONDOS PROPIOS	DIVIDENDOS EN 2010
Andorra Assegurances Agrícol Reig, S.A (aseguradora)	100%	2.404	3.045	3.045	705
			3.045	3.045	705

c. Otras participaciones

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

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

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

*Datos de los estados financieros correspondientes al ejercicio 2009

DENOMINACIÓN SOCIAL Y ACTIVIDAD	DOMICILIO	2009					
		PARTICIPACIÓN DIRECTA	CAPITAL SUSCRITO	TOTAL DE FONDOS PROPIOS	BENEFICIO DEL EJERCICIO	DIVIDENDOS DEL EJERCICIO	VALOR PATRIMONIAL NETO DE LA PARTICIPACIÓN
Túnel d'Envalira, S.A. (infraestructuras)	Andorra	10%	8.400	19.509	(1.115)	-	840
Semtee, S.A. (ocio y salud)	Andorra	15%	25.242	38.328	2.169	-	3.929
Seguretat i Serveis, S.A. (seguridad)	Andorra	28,6%	32	767	-	-	218
							4.987

d. Acciones y otros títulos de renta variable

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

e. Organismos de inversión

El detalle de las participaciones en organismos de inversión brutas desglosadas en función de las entidades que las gestionan al 31 de diciembre de 2010 y 2009 es el siguiente:

	2010	2009
Gestionados por:		
Entidades vinculadas al Grupo	74.887	8.294
Entidades no vinculadas al Grupo	8.904	2.672
	83.791	10.966

Dentro de los fondos de inversión gestionados por el Grupo se incluyen al 31 de diciembre de 2010 los siguientes fondos de inversión: Alternative Investment Conservative, Alternative Investment Growth, Astra Andbanc Bonds, Astra SIF Fondiposit y Alternative Investment Private Equity.

f. Valoración de la cartera

A continuación se detallan los títulos al 31 de diciembre de 2010 y 2009 clasificados en las categorías de valoración descritas en la nota 3 (e):

	2010	2009
Cartera de negociación	51.080	46.664
Cartera de inversión a vencimiento	692.005	627.128
Participaciones permanentes	8.140	8.684
Cartera de inversión ordinaria :		
Renta fija	135.040	123.358
Organismos de inversión	71.394	4.300
	957.659	810.134

El coste de adquisición de los títulos de la cartera de negociación al 31 de diciembre 2010 asciende a 56.733 miles de euros (51.182 miles de euros al 31 de diciembre de 2009). Las valoraciones a precio de mercado de los títulos de las carteras de inversión ordinaria y a vencimiento ascienden a 200.745 y 654.901 miles de euros, respectivamente, al 31 de diciembre 2010 (122.878 y 622.279 miles de euros, respectivamente, al 31 de diciembre de 2009). El importe total de las plusvalías no registradas para todas las categorías a la misma fecha asciende a 1.850 miles de euros (234 miles de euros al 31 de diciembre de 2009).

g. Fondo de fluctuación de valores

A continuación se indica el movimiento del fondo de fluctuación de valores durante el ejercicio 2010:

Saldo al 31 de diciembre de 2009	5.010
Dotaciones	1.330
Recuperaciones	(508)
Saldo a 31 de diciembre de 2010	5.832

h. Fondo de provisión para insolvencias

Saldo al 31 de diciembre de 2009	4.036
Dotaciones netas al fondo	(1.053)
Saldo a 31 de diciembre de 2010	2.983

Al 31 de diciembre de 2010, el fondo de provisión para insolvencias corresponde exclusivamente a la provisión genérica correspondiente a la cartera de valores.

8. Activo inmovilizado

a. Activos inmateriales, gastos amortizables y activos materiales

El movimiento de los activos inmateriales y gastos amortizables durante el ejercicio 2010 y de sus correspondientes fondos de amortización es el siguiente:

	31/12/2009	ALTAS	BAJAS	TRASPASOS	31/12/2010
Coste:					
Activos multipropiedad	538	-	-	-	538
Aplicaciones informáticas	27.337	479	(274)	712	28.254
Otros	8.509	2.823	(727)	(712)	9.893
Total	36.384	3.302	(1.001)	-	38.685
Fondo de amortización:					
Activos multipropiedad	(98)	(10)	-	-	(108)
Aplicaciones informáticas	(20.843)	(2.175)	208	-	(22.810)
Otros	(2.999)	(584)	5	-	(3.577)
Total FONDO DE AMORTIZACIÓN:	(23.940)	(2.769)	213	-	(26.496)
Total NETO	12.444	533	(788)	-	12.189

El Banco alcanzó un acuerdo con Pyrénées, S.A. con efecto desde el 1 de enero de 2003, según el cual ambas partes aportan determinadas operaciones de financiación y servicios financieros derivados de su actividad a una cuenta participativa, cuyos resultados son paritarios. Del precio en que se valoraron las aportaciones, resulta una diferencia de 3.063 miles de euros que el Banco hizo efectiva, que quedó registrada dentro de la partida de otros como gastos amortizables.

El plazo de amortización de los gastos amortizables, según el plan contable del sistema financiero, es de cinco años. Dado que el acuerdo era indefinido y con el fin de enajenar la generación de rendimientos previstos con la amortización, se solicitó al Institut Nacional Andorrà de Finances y se obtuvo la autorización con fecha 19 de enero de 2004, para llevar a resultados la diferencia antes citada en un período de diez años.

Durante el primer semestre del año 2007 AndPrivate Wealth, S.A. realizó la compra de la Sociedad gestora P&P Portfolio Planning con domicilio en Ginebra (Suiza), generándose una diferencia positiva de consolidación. Al fusionarse ambas sociedades en el año 2008, esta partida afloró un fondo de comercio dentro del balance del Grupo, que figura registrado dentro del apartado de otros del inmovilizado inmaterial por importe de 962 miles de euros al 31 de diciembre 2010 (1.192 miles de euros al 31 de diciembre de 2009).

El movimiento de los activos materiales durante el ejercicio 2010, y de sus correspondientes fondos de amortización, es el siguiente:

COSTE:	31/12/2009	ALTAS	BAJAS	TRASPASOS	REVALORACIONES	31/12/2010
AFFECTOS A LA EXPLOTACIÓN:						
Terrenos	46.632	-	-	-	-	46.632
Inmuebles	46.620	-	-	(1.005)	-	45.615
Mobiliario	4.997	262	(50)	83	-	5.292
Obras de arte	-	-	-	-	-	-
Instalaciones	27.339	637	(105)	427	-	28.298
Equipo de proceso de datos	20.801	467	(172)	50	-	21.146
Vehículos	1.440	56	(167)	-	-	1.329
Inmovilizado en curso	759	1.083	-	(599)	-	1.243
Subtotal	148.588	2.505	(494)	(1.044)	-	149.555
AJENO A LA EXPLOTACIÓN:						
Inmuebles	9.999	7.468	(317)	1.005	-	18.155
Terrenos	10.641	-	-	-	-	10.641
Instalaciones	4.223	42	-	39	-	4.304
Equipos informáticos	92	-	-	-	-	92
Mobiliario	33	-	-	-	-	33
Vehículos	16	-	(10)	0	-	6
Subtotal	25.004	7.510	(327)	1.044	-	33.231
Total ACTIVOS MATERIALES:	173.592	10.015	(821)	0	-	182.786
Fondos de amortización:						
AFFECTOS A LA EXPLOTACION:						
Inmuebles	(9.079)	(1.912)	0	59	-	(10.932)
Mobiliario	(4.634)	(138)	31	0	-	(4.741)
Instalaciones	(18.920)	(1.272)	9	4	-	(20.179)
Equipo de proceso de datos	(17.785)	(1.249)	41	0	-	(18.993)
Vehículos	(275)	(69)	51	0	-	(293)
Subtotal	(50.693)	(4.640)	132	63	-	(55.138)
Fondos de amortización:						
AJENO A LA EXPLOTACION:						
Inmuebles	(3.689)	(241)	-	(59)	-	(3.989)
Instalaciones	(4.160)	(29)	-	(4)	-	(4.193)
Equipos informáticos	(92)	-	-	-	-	(92)
Mobiliario	(31)	-	-	-	-	(31)
Subtotal	(7.972)	(270)	-	(63)	-	(8.305)
Total FONDOS DE AMORTIZACIÓN:	(58.665)	(4.910)	132	0	-	(63.443)
Fondos de provisión por la depreciación	(428)	(2.085)	8	-	-	(2.505)
Total ACTIVOS MATERIALES NETO	114.499	3.020	(681)	-	-	116.838

En el ejercicio 2010 no se han capitalizado intereses o diferencias de cambio correspondientes al activo inmovilizado.

Tomando como fecha el 30 de noviembre de 2008 y con la autorización expresa del INAF de fecha 9 de diciembre de 2008, el Banco procedió a la actualización del valor en libros de los inmuebles donde se encuentra su sede social y la red de oficinas (véanse notas 3g y 11). Durante el año 2010 se ha comprobado, 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 ha sido así. Estas dotaciones se han realizado con cargo a reservas de revalorización de acuerdo con la autorización del INAF de fecha 2 de marzo de 2011.

b. Diferencias positivas de consolidación

Saldo al 31 de diciembre de 2009	8.533
Regularizaciones	7.482
Amortizaciones	(1.751)
Diferencias de cambio	236
Saldo al 31 de diciembre de 2010	14.500

La adquisición de Quest Capital Advisers, S.A. el día 17 de diciembre de 2009 generó un fondo de comercio de consolidación de 13.556 miles de euros, de los cuales 7.482 que figuran en el apartado “Regularizaciones” han sido activados durante el ejercicio 2010 en reconocimiento de los pagos aplazados de la operación de adquisición, registrados estos últimos en el apartado “Otros pasivos” del balance de situación al 31 de diciembre de 2010. 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 (véase nota 2). Los contratos de compra-venta de ambas sociedades incluyen potenciales pagos aplazados en función de los futuros resultados de aquellas.

9. Fondo de provisiones para riesgos y cargas

a. Provisiones para pensiones y obligaciones similares

El movimiento del fondo para pensiones y obligaciones similares durante el ejercicio 2010 ha sido el siguiente:

	JUBILACIONES	PREJUBILACIONES	FONDO DE PENSIONES	TOTAL
Saldo al 31 de diciembre de 2009	757	489	4.146	5.392
Dotación del ejercicio con cargo a la cuenta de pérdidas y ganancias	40	283	559	882
Pagos efectuados a pensionistas y rescates del ejercicio	(73)	(306)	(514)	(893)
Otros movimientos	111	320	10	441
Saldo al 31 de diciembre de 2010	835	786	4.201	5.822

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 2010, 103 miles de euros (114 miles de euros en el ejercicio 2009) en concepto de carga financiera.

Los pagos efectuados a pensionistas y prejubilados durante el ejercicio 2010 se han registrado contra el fondo de provisión.

La inversión de la cartera de valores asignada al fondo de jubilaciones y prejubilaciones al 31 de diciembre de 2010 corresponde a una parte de un título de renta fija de la cartera de vencimiento que se amortizará el 15 de julio de 2019.

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

b. Otras provisiones

En este epígrafe se incluye, básicamente, al 31 de diciembre de 2010, una provisión de 2.136 miles de euros, asociada a las pérdidas potenciales de las operaciones con derivados de negociación contratadas por el Banco.

El movimiento de otras provisiones durante el ejercicio 2010 ha sido el siguiente:

	31/12/09	DOTACIONES	UTILIZACIONES	31/12/10
Otras provisiones	1.374	1.214	(452)	2.136
TOTALES	1.374	1.214	(452)	2.136

10. Distribución de resultados

La propuesta de distribución del resultado del ejercicio 2010 del Banco que los Administradores presentarán a la Junta General para su aprobación es la siguiente:

A reserva legal	-
A reserva voluntaria	14.570
A dividendos	27.031
Saldo al 31 de diciembre de 2010	41.601

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

El movimiento de los fondos propios del Grupo durante el ejercicio 2010 ha sido el siguiente:

	CAPITAL SOCIAL	RESERVA LEGAL	RESERVA EN GARANTÍA	PRIMA DE EMISIÓN	RESERVAS DE REVALORIZACIÓN	RESERVAS VOLUNTARIAS	RESERVAS DE CONSOLIDACIÓN	DIVIDENDOS	RESULTADO
Saldo al 31 de diciembre de 2009	78.061	15.612	17.856	69.999	65.000	39.491	10.365	-	44.357
Distribución de resultados del ejercicio 2009	-	-	-	-	-	45.751	-	-	(45.751)
Ajustes consolidación	-	-	-	-	-	-	(1.573)	-	1.573
Ventas realizadas de títulos de renta fija no cotizados (Nota 3e)	-	-	-	-	-	35.908	-	-	-
Ajuste valoración inmuebles	-	-	-	-	(1.758)	-	-	-	-
Resultado del ejercicio 2010	-	-	-	-	-	-	-	-	40.778
Saldo al 31 de diciembre de 2010	78.061	15.612	17.856	69.999	63.242	121.150	8.792	-	40.778

a. Capital social

Al 31 de diciembre de 2010 el capital social del Banco está compuesto por 1.751.825 con un valor nominal de 44,56 euros. En dicha fecha no existen acciones con características especiales, ni restricción a la transmisión de las acciones.

b. Reserva legal y reservas voluntarias

De acuerdo con la legislación mercantil andorrana, los Bancos deben dotar un 10% del beneficio del ejercicio a la reserva legal hasta alcanzar un 20% del capital social.

El 78% de las reservas voluntarias y la prima de emisión del Banco al 31 de diciembre de 2010 son de libre disposición.

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.

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 (véase notas 3g y 8).

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

e. Reservas de consolidación

Las reservas de consolidación corresponden a las siguientes sociedades:

	2010	2009
Andorra Banc Agrícola Reig, S.A	3.299	6.834
Andorra Gestió Agrícola Reig, S.A.U.	8.471	4.606
Andorra Assegurances Agrícola Reig, S.A.	3.794	3.092
Grupo Nobilitas N.V.	(6.556)	(5.112)
Andbanc Bahamas Ltd	2.583	1.977
Savand, S.A.U.	(2.077)	(948)
Andbanc Asset Management Luxembourg	(258)	-
Andbanc (Panamá) S.A.	(260)	-
Otros	(204)	(84)
TOTAL	8.792	10.365

El movimiento de las reservas de consolidación durante el ejercicio 2010 ha sido el siguiente:

RESERVAS EN SOCIEDADES CONSOLIDADAS	
Saldo al 31 de diciembre de 2009	10.365
Distribución del resultado de 2009 a reservas	1.963
Dividendo complementario 2008	(6.950)
Otros ajustes de consolidación	3.414
Saldo al 31 de diciembre de 2010	8.792

f. Resultados atribuidos al Grupo

El detalle de los resultados atribuidos al Grupo al 31 de diciembre de 2010 es el siguiente:

	2010	2009
Andorra Banc Agrícol Reig, S.A.	42.915	45.751
Sociedades consolidadas por integración global:	(2.062)	1.261
Andorra Gestió Agrícol Reig, S.A.	2.509	3.865
Andbanc Bahamas Limited	1.349	606
Grupo Nobilitas N.V.	(2.036)	(1.443)
Columbus de México, S.A.	(75)	189
And Private Wealth, S.A.	(1.636)	(1.122)
Quest Capital Advisers	1.230	
Andbanc Wealth Management LLC	(381)	
Ajustes de Consolidación Grupo Nobilitas	(1.174)	(510)
Savand, S.A.U.	134	(1.129)
Andbanc Asset Management Luxembourg, S.A.	(502)	(258)
Andbanc (Panamá), S.A.	(1.012)	(260)
Andbanc (Luxemburgo) S.A.	(2.332)	
Otros	(172)	(120)
Sociedades consolidadas por puesta en equivalencia	159	702
Andorra Assegurances Agrícol Reig, S.A.	159	702
Ajustes de consolidación	1.081	(3.357)
	42.093	44.357

g. Dividendo a cuenta

No se ha realizado distribución de dividendos a cuenta del resultado del ejercicio 2010.

h. Fondo para riesgos generales

El movimiento del fondo para riesgos generales durante el ejercicio 2010 ha sido el siguiente:

Saldo al 31 de diciembre de 2009	2.800
Recuperaciones netas del fondo (nota 13)	(2.000)
Saldo al 31 de diciembre de 2010	800

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:

	2010		2009	
	Activo	Pasivo	Activo	Pasivo
Euros	2.683.958	2.663.446	2.763.036	2.432.232
Resto divisas	521.106	541.618	185.752	516.556
	3.205.064	3.205.064	2.948.788	2.948.788

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

Adicionalmente, al 31 de diciembre 2010 encontramos estas otras partidas significativas en la cuenta de pérdidas y ganancias:

a. Resultados extraordinarios

Adicionalmente a la recuperación del Fondo para riesgos generales mencionada en la nota 11.e, durante el ejercicio 2010 se han registrado en este epígrafe de la cuenta de pérdidas y ganancias pérdidas por bajas de inmovilizado por 588 miles de euros, retrocesiones de intereses y comisiones meritadas en el año 2009 por 990 miles de euros, gastos de ejercicios anteriores por 1.890 miles de euros, gastos por operaciones societarias correspondientes al ejercicio 2009 por 740 miles de euros, recuperaciones de activos muy dudosos por 780 miles de euros e ingresos correspondientes al ejercicio anterior por 2.890 miles de euros. Por parte de las Sociedades dependientes, encontramos una aportación de ingresos extraordinarios de 159 miles de euros por ventas de inmovilizado y recuperaciones de activos muy dudosos procedentes de Savand, S.A., así como gastos de ejercicios anteriores procedentes de Andbanc Asset Management, S.A. y de Savand, S.A. por 537 y 123 miles de euros, respectivamente.

14. Derivados financieros

Respecto a las operaciones de futuros y derivados financieros, a continuación se presenta el desglose de los valores nominales por tipos de productos derivados que mantiene el Grupo al 31 de diciembre de 2010, y se distingue entre operaciones de negociación y de cobertura y por mercado al que pertenecen:

2010	MERCADO	COBERTURA	NEGOCIACIÓN	TOTAL
Compraventa no vencida de divisas	No reglamentado	1.140.140	-	1.140.140
Opciones	No reglamentado	176.126	25.388	201.514
Permutas financieras	No reglamentado	717.961	13.408	731.369
Otros acuerdos	No reglamentado	161.323	122.753	284.076
		2.195.550	161.549	2.357.099

2009	MERCADO	COBERTURA	NEGOCIACIÓN	TOTAL
Compraventa no vencida de divisas	No reglamentado	1.894.333	-	1.894.333
Opciones	No reglamentado	118.384	97.246	215.630
Permutas financieras	No reglamentado	373.747	29.787	403.534
Otros acuerdos	No reglamentado	120.434	20.371	140.805
		2.506.898	147.404	2.654.302

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

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

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

Los plazos de las operaciones de futuros y derivados financieros al 31 de diciembre de 2010 presentan el siguiente detalle:

	HASTA UN AÑO	DE 1 AÑO A 5 AÑOS	MÁS DE 5 AÑOS	TOTAL
Compraventa no vencida de divisas	1.140.140	-	-	1.140.140
Opciones	7.542	16.826	177.146	201.514
Permutas financieras	270.574	386.944	73.851	731.369
Otros acuerdos	228.466	48.610	7.000	284.076
	1.646.722	452.380	257.997	2.357.099

15. Activos cedidos en garantía

El Banco no tiene al 31 de diciembre de 2010 activos cedidos en garantía de sus compromisos o de compromisos de terceros.

16. Operaciones con entidades y personas vinculadas

El detalle de las operaciones con entidades y personas vinculadas que sobrepasan el 10% de los fondos propios al 31 de diciembre de 2010 es el siguiente:

	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	47.794	-	-	-	135.396
Cuentas de orden	98.763	-	-	-	21.717
Depósitos de clientes	503	-	-	-	3.251

Las posiciones del Banco mantenidas con accionistas corresponden a 2 personas físicas y 2 personas jurídicas. De las primeras, ninguno es miembro del Consejo de Administración o miembro de la Dirección General. Las segundas son miembros del Consejo de Administración.

El apartado de otras partes vinculadas incluye las posiciones mantenidas por el Banco con 30 sociedades en las que personas vinculadas ejercen influencia significativa. Dichas entidades no tienen la finalidad de dar servicio a los clientes del Banco.

Respecto a las sociedades participadas, a los miembros del Consejo de administración no accionistas y a los miembros de la Dirección General no accionistas, no existen posiciones que representen más del 10% de los fondos propios al 31 de diciembre de 2010.

Respecto a los accionistas, a los miembros del Consejo de Administración no accionistas, a las sociedades participadas y a los miembros de la Dirección General no accionistas, durante el ejercicio 2010 no ha habido transacciones que representen más del 5% del resultado del ejercicio 2010.

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

17. Riesgos de mercado

Gestión del riesgo

La identificación, la medida, la gestión y el control del riesgo es un elemento clave en la gestión del Grupo Andbanc. 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. Durante el año 2010, la revisión de estos límites ha sido frecuente, a partir de la inestabilidad provocada por la crisis de la deuda soberana.

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

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

Riesgo de tipo de interés

El riesgo de tipo de interés se define como el impacto en el valor de mercado de los activos y pasivos del Grupo, como consecuencia de los movimientos en los tipos de interés. Las medidas que utiliza el Grupo para evaluar este impacto son la sensibilidad del margen financiero para un 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 dos 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 apreciaciones de los activos y pasivos sensibles a los tipos de interés del balance positivo; es decir, a nivel global la apreciación 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 con rentabilidad ligada al Euríbor 3/6 meses, aunque también se han adquirido bonos de vencimientos largos a tipo fijo sin cobertura para aumentar la duración.

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 45% de los recursos propios. Durante el año 2010 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 2010, el VaR medio calculado para la cartera de inversión ordinaria y la cartera de negociación ha sido de 0,83 millones de euros, con un máximo de 1,81 millones de euros y un mínimo de 0,62 millones de euros. La posición media de la cartera de inversión ordinaria y de negociación ha sido de 167 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 868 millones de euros, habiendo sido el VaR medio del 0,38% de la posición media invertida.

Con el objetivo de mejorar la monitorización de los riesgos de la cartera propia, Andbanc inició a principios de 2010 un proyecto de implementación de una herramienta con alcance desde *front* hasta *back* que permite tratar una amplia gama de activos financieros y gestionar sus riesgos, y que disminuirá de forma significativa el riesgo operativo asociado a la gestión de la cartera de inversión.

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 se han revisado las líneas para reducir la exposición a los países afectados, manteniendo un bajo nivel de riesgo.

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

Riesgo de liquidez

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

El departamento Middle Office monitoriza la posición de liquidez diariamente, controlando que se mantenga por encima del mínimo de liquidez establecido por el COAP. Se ha definido un importe mínimo disponible en cash a día y un importe mínimo adicional en *cash* y posiciones altamente líquidas disponibles en una semana. Se controla diariamente también el seguimiento de las posiciones financiadas con repo y la ejecución con el ratio de liquidez establecido por el INAF, el organismo supervisor del sistema financiero andorrano. Dicho ratio compara los activos líquidos y fácilmente movibles y los pasivos exigibles, y se fija en un mínimo del 40%. El Grupo ha mantenido un ratio de liquidez promedio durante el año 2010 del 59,73%, siendo a finales de año del 78,04%.

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

Los límites de exposición máxima de acuerdo con diferentes medidas, según el factor generador de riesgo, han sido durante el ejercicio 2010 (en miles de euros):

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

(*)Límites sobre recursos propios

18. Depósitos de valores y otros títulos en custodia

Al 31 de diciembre de 2010, el detalle de este epígrafe de las cuentas de orden consolidadas adjuntas, de acuerdo con el tipo de valor, es el siguiente:

	2010	2009
Acciones y otros títulos de renta variable	1.118.078	859.455
Obligaciones y otros títulos de renta fija	3.985.965	3.812.341
Participaciones de organismos de inversión no gestionados por el Grupo	1.028.096	814.264
Otros	6.259	81.998
	6.138.398	5.568.058

Estos depósitos de valores incluyen al 31 de diciembre de 2010 un importe de 339.985 miles de euros en garantía de diversas operaciones de activo y riesgo de firma.

Al 31 de diciembre de 2010 el patrimonio de clientes individuales gestionado mediante mandato se encuentra registrado en el epígrafe de depósitos de valores y otros títulos en custodia de terceros de las cuentas de orden y cuentas acreedores 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.

19. Otras cuentas de orden

El detalle de este epígrafe al 31 de diciembre de 2010 y 2009 es el siguiente:

	2010	2009
Activos muy dudosos	42.469	21.282
Otros	154.509	155.288
Fiducias	84.023	85.760
Otros	70.486	69.528
Deuda pública emitida por el M.I.		
Gobierno	55.506	55.506
Títulos propios no cotizados	8.140	8.684
Otros	6.840	5.338
	196.978	176.570

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

20. Cumplimiento de las normas legales

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 Ley de regulación del coeficiente de inversiones obligatorias. El Reglamento que desarrolla esta ley concierne exclusivamente a las entidades bancarias, y les obliga a mantener en su activo un coeficiente de inversión en fondos públicos andorranos.

Con fecha 31 de diciembre de 2005 el Gobierno dictó un decreto de emisión de deuda pública de la que el Banco suscribió 55.766 miles de euros (véase nota 7) con vencimiento al 31 de diciembre de 2009 y remunerado al tipo de interés oficial del Banco Central Europeo a un año. El 31 de diciembre de 2009 esta deuda pública fue renovada por un importe de 55.506 miles de euros y con vencimiento el 31 de diciembre de 2013.

Asimismo, también resultaban homologables como fondos pú-

blicos los créditos concedidos por los Bancos dentro de un programa cualificado de interés nacional y social, destinado a la financiación privilegiada de la vivienda, aprobado por el M.I. Gobierno de Andorra el día 26 de abril de 1995. Los créditos concedidos por el Banco por este concepto suponen al 31 de diciembre de 2010 un importe de 365 miles de euros (440 miles de euros al 31 de diciembre de 2009) 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 Ley de regulación de reservas en garantía de depósitos y de otras obligaciones operacionales a mantener y depositar por las entidades encuadradas en el sistema financiero. Dicha ley obliga a las entidades integradas en el sistema financiero andorrano a mantener entre sus recursos permanentes unas reservas mínimas de fondos propios en garantía de sus obligaciones operacionales de hasta el límite del 4% (siendo la parte exigida por el ejercicio 2010 del 1,25%) de las inversiones totales de las entidades, deducidas las realizadas con fondos propios y fondo de origen bancario. El depósito constituido por el Banco y sociedades dependientes por este concepto al 31 de diciembre de 2009 y 31 de diciembre de 2010 ascendía a 18.066 y 18.066 miles de euros, respectivamente. Este importe se encuentra registrado en el epígrafe INAF del activo del balance de situación consolidado adjunto.

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

de Andorra. Al 31 de diciembre el saldo pendiente de cobro asciende a 304 miles de euros y figuran dentro del balance en el apartado de préstamos y créditos a clientes.

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

El M.I. Consejo General del Principado de Andorra, en su sesión de 29 de febrero de 1996, aprobó la Ley de regulación de los criterios de solvencia y de liquidez de las entidades financieras.

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

Los ratios de solvencia y de liquidez de los estados consolidados, determinados de acuerdo con esta ley, ascendían al 31 de diciembre de 2010 al 22,29% y 78,04% respectivamente, (20,21% y 50,71% al 31 de diciembre de 2009).

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 15,20% de los fondos propios (18,45% en el ejercicio 2009). 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 108,66% (137,53% para el ejercicio 2009).

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 Ley de cooperación penal internacional y de lucha contra el blanqueo de dinero o valores producto de la delincuencia 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 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 Ley del Impuesto Indirecto sobre la prestación de servicios bancarios y servicios financieros. Dicho impuesto tiene por objetivo gravar los servicios que las entidades del sector financiero presten a sus clientes.

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

El importe registrado al 31 de diciembre de 2010 por el impuesto indirecto sobre la prestación de servicios bancarios y financieros ha sido de 12.752 miles de euros (11.708 miles de euros en 2009). Dicho concepto ha sido registrado en la cuenta de tributos dentro de gastos generales en la cuenta de pérdidas y ganancias.

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

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

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

21. Actuaciones en materia de obra social o similar

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

22. Hechos posteriores

Con posterioridad al cierre del ejercicio 2010 no se ha producido ningún hecho significativo con impacto en las cuentas anuales del ejercicio 2010.

23. Explicación añadida para la traducción al español.

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

5. Gestión del riesgo

La gestión y el control del riesgo son elementos clave en la gestión del Grupo Andbanc. Los principales riesgos a los cual se expone el Grupo en el desarrollo de su actividad son:

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

El marco de control de riesgo incluye un componente cualitativo, relativo a la definición de políticas y responsables, así como 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. Los principios en los que se basa la gestión y 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 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. Así, las

políticas y límites definidos en el COAP se presentan al Consejo de Administración para su ratificación. 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.

Para determinar los límites de riesgos otorgados a países, el Grupo aplica factores relativamente estables, como son la pertenencia a organismos internacionales (UE, OCDE) o el rating, y variables de mercado, como es el nivel al que cotiza el *Credit Default Swap* del país. Estos límites se han revisado en varias ocasiones durante el año 2010, especialmente a raíz de la inestabilidad provocada por la crisis de la deuda irlandesa y griega, en un entorno de aumento de la prima de riesgo de los países del sur de Europa, concretamente Portugal, España e Italia.

En referencia a los límites de riesgos asignados a instituciones financieras, se consideran factores como por ejemplo el rating y el capital *Tier I*, así como indicadores de mercado, concretamente el nivel al que cotiza el *Credit Default Swap* o el comportamiento relativo que ha tenido la acción en bolsa. Durante el año 2010, se han incorporado en el análisis los resultados de las pruebas de *stress test* de las entidades financieras europeas llevadas a cabo por el CEBS.

Como responsable de la gestión del riesgo de tipo de interés, riesgo de tipo de cambio, riesgo de país y de contrapartida, riesgo de liquidez y riesgo de mercado, el COAP se reúne como mínimo con periodicidad mensual, a pesar de que a raíz de la crisis de la deuda soberana durante el 2010 se han tomado decisiones en base a reuniones puntuales no planificadas. Adicionalmente, es responsabilidad del comité la gestión del balance y la gestión del capital, con el objetivo de mantener un alto nivel de solvencia. El COAP tiene delegada la supervisión de estos riesgos al departamento *Middle Office*.

La responsabilidad de garantizar que la actividad de gestión de patrimonios se desarrolla de acuerdo con el marco legal y

reglamentario establecido. Evaluar los resultados es responsabilidad del Comité de Seguimiento de Gestión, que se reúne con periodicidad mensual. El comité delega el seguimiento de la gestión de patrimonios al *Middle Office*. Además del control de la sujeción de los organismos y modelos de inversión al marco regulatorio, el *Middle Office* evalúa el cumplimiento de la política de inversión establecida y realiza un seguimiento periódico de las medidas de rentabilidad y las medidas de riesgo, tanto ex-ante como ex-post.

Retos del 2010

Desde principios de 2010 vivimos un nuevo episodio de crisis financiera internacional, esta vez centrado en la deuda soberana. Inicialmente el foco de atención fue Grecia, que el mes de diciembre de 2009 sufrió una reducción de su rating y a principio de enero se dio a conocer que en los últimos años habían sido publicadas unas cifras de déficit y endeudamiento inferiores a las reales. A raíz de estos hechos, el coste para emitir deuda griega en los mercados de capitales se fue incrementando hasta llegar a niveles insostenibles y Grecia tuvo que recibir fondos de la Unión Europea (UE) y del Fondo Monetario Internacional (FMI), a cambio de aplicar severas medidas de austeridad para reducir el nivel de endeudamiento.

La crisis griega contagió a otras economías europeas, principalmente Irlanda, Portugal, España e Italia. En el caso de Irlanda, el mes de septiembre se hizo público que el saneamiento del balance de los bancos irlandeses podía suponer al Estado un coste equivalente al 30% del GDP, hecho que aceleró las presiones para que Irlanda entrara en negociaciones con la UE y el FMI para aceptar recibir fondos. Las otras economías del sur de Europa vieron como su rating era revisado a la baja y los mercados financieros les exigían unos diferenciales de crédito más elevados para emitir deuda, puesto que su nivel de endeudamiento había incrementado sustancialmente los últimos años, viéndose forzadas también a aplicar medidas de austeridad y a flexibilizar sus economías.

En este entorno de ensanchamiento generalizado de los diferenciales de crédito de los países europeos y en especial los PIGS, el Grupo aplicó una política de riesgos prudente, conte-

niendo y aminorando la exposición directa a la deuda de los países que presentaban más desequilibrios y ejerciendo una estrecha monitorización de estas exposiciones.

Respecto al riesgo de contrapartida, la publicación al mes de julio de los resultados derivados de los *stress test* de los principales bancos europeos, a pesar de no tratarse de un análisis exhaustivo, permitió catalogar estas instituciones e identificar aquellas que presentaban unos niveles de solvencia más débiles. El Grupo incorporó estos resultados en el modelo de asignación de límites, concediendo límites a las contrapartidas más solventes y congelándolos a aquellas entidades con niveles más bajos. Esta gestión dinámica del riesgo de contrapartida, un enfoque conservador y una supervisión constante han permitido mantener un nivel de riesgo limitado de acuerdo con la política de riesgos del Grupo.

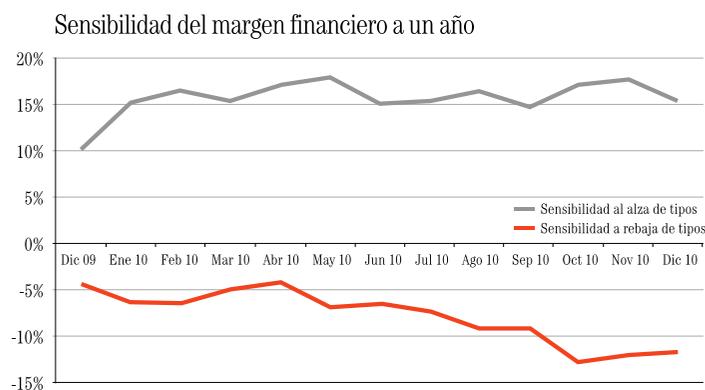
Para el año 2011 el objetivo del Grupo en términos de gestión del riesgo es seguir estrechamente la evolución de la crisis de la deuda soberana europea y mantener la flexibilidad para hacer frente a los nuevos desarrollos que vayan surgiendo en los mercados, flexibilidad que nos tiene que permitir implementar las medidas adecuadas para acotar los riesgos que se nos presenten.

Riesgo de tipo de interés

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

En la coyuntura de tipo de interés históricamente bajos en la que nos encontramos en los últimos años, el Grupo ha decidido mantener una exposición positiva en 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 a la inversa, y se vería reducido ante una disminución de éstos. Así, esta gestión se ha traducido en un *gap* de reprecitaciones de los activos y pasivos sensibles a los tipos de interés del balance positivo, es decir, a nivel global la reprecitación de los activos es anterior en el tiempo a la de los pasivos. Este posicionamiento proviene de la cesión de depósitos al interbancario a plazos muy cortos y la inversión en bonos con rentabilidad ligada al euribor 3/6 meses, a pesar de que también se han adquirido bonos de vencimientos largos a tipos fijos sin cobertura para aumentar la duración. A diferencia del año anterior, durante el año 2010 no se han contratado *swaps* de tipo de interés con vencimiento a corto plazo ante la perspectiva de un posible repunte de los tipos en el tramo corto de la curva.



Para soportar la estrategia de tipo de interés que se ha aprobado para el Grupo, en el año 2010 el Consejo de Administración decidió aumentar el límite establecido de sensibilidad de los recursos propios como consecuencia de un desplazamiento paralelo de la curva de tipo de interés de 100 puntos básicos desde el 4% vigente hasta entonces al 5% actual. A pesar de mantenerse a unos niveles cercanos al límite, durante el año éste no ha sido excedido en ningún momento.



Riesgo de tipo de cambio

El Grupo entiende el riesgo de tipo de cambio como el impacto en el valor de mercado de los activos y pasivos del Grupo denominados en divisas diferentes 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 plazo para que la posición abierta de divisa sea mínima. A finales de año, la posición abierta global era de 1,38 millones de euros, cuando el límite global de posición abierta en divisas es de 6 millones de euros. A lo largo del año 2010, la posición neta corta máxima ha sido de -0,08 millones de euros y la posición neta larga máxima ha sido de 1,38 millones de euros.

Riesgo de mercado

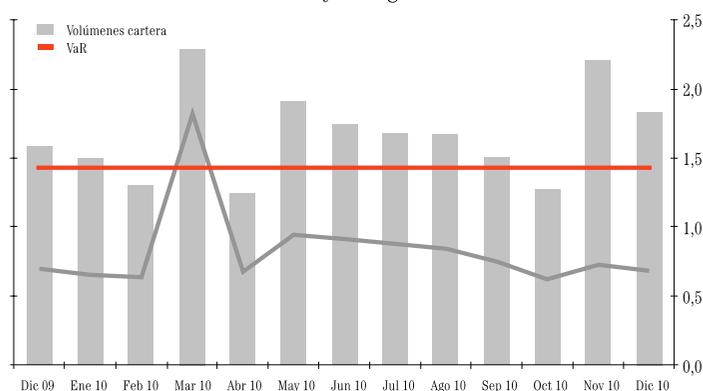
El riesgo de mercado se entiende como la pérdida potencial a la que está expuesta la cartera de valores como consecuencia de cambios en las condiciones de mercado, tales como los precios de los activos, los tipos de interés, la volatilidad y la liquidez del mercado. La medida que utiliza el Grupo para 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 VaR es el método paramétrico. El cálculo obtenido corresponde a la pérdida máxima esperada en un horizonte temporal determinado y con un nivel de confianza definido. El Grupo calcula el VaR para un horizonte temporal de una semana y con un nivel de confianza del 99% y el

periodo histórico considerado para el cálculo de la matriz de correlaciones y las volatilidades es de tres años. El mes de febrero del año pasado el Consejo de Administración aprobó la modificación del límite de VaR, pasando de un VaR anual de 20 millones de euros, para toda la cartera de inversión, a un VaR anual de 10 millones de euros para la cartera de inversión ordinaria y de negociación, que equivale a un límite de VaR a una semana de 1,4 millones de euros. Durante el año 2010, el VaR medio calculado para la cartera de inversión ordinaria y la cartera de negociación ha sido de 0,83 millones de euros, con un máximo de 1,81 millones de euros y un mínimo de 0,62 millones de euros. La posición promedia de la cartera de inversión ordinaria y de negociación ha sido de 167 millones de euros. El mes de marzo se produjo un excedido del límite de VaR por la inversión de 40 millones de euros en deuda pública alemana a diez años en la cartera ordinaria, operación incluida en la línea de inversión a vencimiento en deuda pública a largo plazo, que tenía el objetivo de alargar la duración del activo. Estas posiciones no se acabaron incorporando a la cartera de inversión a vencimiento, sino que se vendieron en mercado para realizar plusvalías. La posición neta media de la cartera de valores del Grupo (que incluye 155 millones de euros en derivados de cobertura) ha sido de 868 millones de euros, habiendo sido el VaR mediano del 0,38% de la posición mediana invertida.

Con el objetivo de mejorar la monitorización de los riesgos de la cartera propia, Andbanc inició a principios del 2010 un proyecto de implementación de una herramienta, de las más sofisticadas que existen en el mercado, con alcance desde front hasta back, que permite tratar una amplia gama de activos financieros y los riesgos que tienen asociados y, a la vez, permitirá disminuir de forma significativa el riesgo operativo asociado a la gestión de la cartera de inversión.

VaR cartera de inversión ordinaria y de negociación



Riesgo de crédito

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

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

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

La concesión de límites es más estricta para aquellas posiciones con contrapartidas donde no existe un colateral como garantía. En este 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 cual 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.

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

endeudamiento de valores. Para aquellas contrapartidas con las cuales 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 2010 se han firmado contratos ISDA, CSA y GMRA con varias contrapartidas, con lo que se dispone de un mayor número de contrapartidas con las que operar con derivados y al mismo tiempo se limita sustancialmente la exposición al riesgo de contrapartida.

La cartera de renta fija del Grupo se compone de emisiones en las que el Grupo mantiene una exposición directa al riesgo del emisor y/o garante, los cuales tienen rating de grado de inversión; como también por bonos de cobertura de depósitos estructurados de clientes, que el Grupo mantiene en el balance, pero para los que ha transferido el riesgo a sus clientes. La clasificación de la cartera de renta fija según el rating del emisor es la siguiente (en miles de euros):

CARTERA DE RENTA FIJA			
RATING	RIESGO DEL EMISOR Y/O GARANTE	TRANSF. DEL RIESGO A CLIENTES	TOTAL
AAA	164.305	45.474	209.779
AA+ hasta AA-	350.278	54.112	404.390
A+ hasta A-	142.028	39.392	181.419
BBB+ hasta BBB-	66.295	0	66.295
Grado de inversión	722.905	138.978	861.883
B+	0	2.893	2.893
Grado especulativo	0	2.893	2.893
Total	722.905	141.871	864.776

Respecto a la exposición al riesgo de crédito por operativa con clientes, la inversión crediticia del Grupo se sitúa en 1.637 millones de euros, principalmente en pólizas de crédito y préstamos, destacando las operaciones con garantía hipotecaria (868 millones de euros) y garantía pignoratícia (336 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 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 a nivel de operación. El seguimiento de la evolución del riesgo se hace a partir del análisis de variables cualitativas y cuantitativas, adaptadas a los requerimientos del supervisor.

El ratio de morosidad del Grupo es del 3,83%, el cual se sitúa por debajo del promedio de las instituciones financieras de los países vecinos. Durante el 2010, el Grupo ha mantenido una política de dotaciones conservadora y ha incrementado el fondo de provisión para insolvencias en 17 millones de euros. Además durante el año se ha procedido a la regularización de saldos antiguos y que se encontraban totalmente dotados por un importe de 21M de euros.

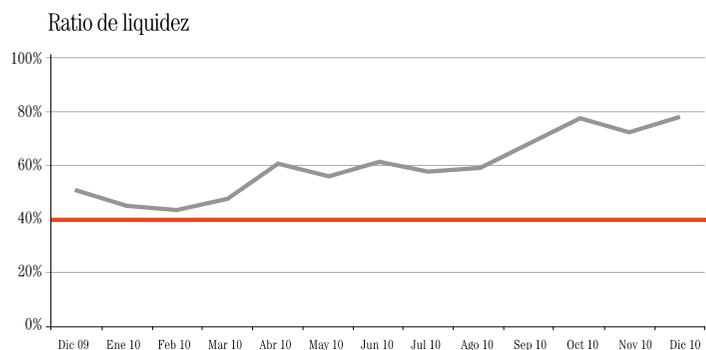
Riesgo de liquidez

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. Buena parte de la financiación proviene de los de-

pósitos de clientes, siendo una fuente adicional de financiación el mercado interbancario, ya sea vía depósito o financiación en repo. En los últimos años, el aumento de recursos propios, a través de la ampliación de capital y la retención de beneficios, también ha sido una fuente de fondos destacable.

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

Con periodicidad diaria se verifica también el desempeño con el ratio de liquidez establecido por el INAF, el organismo supervisor del sistema financiero andorrano. Este ratio compara los activos líquidos y fácilmente mobilizables y los pasivos exigibles, y se fija en un mínimo del 40%. El ratio de liquidez promedio del Grupo durante el año 2010 ha sido del 59,73%, situándose a finales de año al 78,04%.



Desde hace dos años 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 cual es el coste al que se obtendría esta liquidez. El primer nivel inclu-

ye los volúmenes prestados en el interbancario que vencen hasta de aquí a una semana, los bonos financieros con vencimiento a corto plazo y los volúmenes no dispuestos de líneas de financiación de interbancario. El segundo nivel incluye las emisiones de deuda más líquidas, es decir, la deuda emitida o garantizada por estados, que se puede financiar con repo, y la deuda emitida por financieros con colateral, principalmente cédulas hipotecarias. El tercer nivel incluye el resto de deuda líquida, entre los cuales hay deuda senior, titulizaciones hipotecarias y productos estructurados no complejos. La liquidez que se podría generar se evalúa respecto a la salida neta de fondo máxima que ha tenido el Grupo en una semana, aplicando un factor de *stress*.

Riesgo operacional

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

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

El eficiente funcionamiento del sistema de control interno le genera un valor añadido al Grupo en la medida en 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 este riesgo, hay establecidos diversos mecanismos de control. Por un lado, el Grupo tiene aprobado un código ético de obligado desempeño por parte de todos los em-

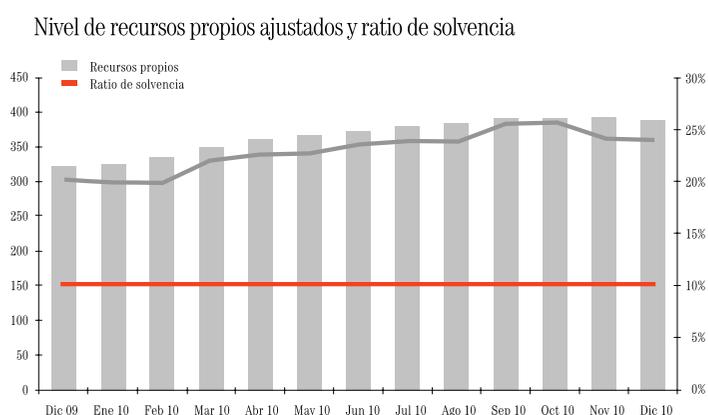
pleados, que incluye los procedimientos para la prevención del blanqueo de dinero, y está sujeto a las normas éticas y de conducta establecidas por el INAF. El responsable de supervisar la realización de la normativa interna es el departamento de Cumplimiento Normativo.

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

Durante el año 2010 el Grupo ha continuado desarrollando las tareas que le tienen que permitir la adaptación de la directiva europea sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID), recogidos en la Ley 14/2010, la cual tiene implicaciones en la mayor transparencia y protección de los clientes en el momento de contratar productos y servicios financieros.

Gestión del capital

En la gestión del capital, el Grupo tiene como objetivo no sólo mantener un ratio de capital que resulte suficiente para sopor-



tar las actividades de negocio actuales y futuras, y cumpla con los requerimientos del supervisor, sino también disponer de un nivel de capital que refleje la fortaleza financiera y la elevada solvencia del Grupo.

A finales de año el ratio de solvencia se sitúa en el 22,29%, superior al doble que el nivel mínimo exigido por el supervisor del 10% y muy por encima respecto al ratio comparable promedio de las instituciones financieras europeas. Los recursos propios ajustados logran los 362,72 millones de euros y el Grupo mantiene un excedente de recursos propios de 200 millones de euros.

El mes de septiembre de 2010 el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea aprobó el incremento de los requerimientos mínimos de capital de las entidades financieras, tal que el *core equity* mínimo se tendrá que situar por encima del 4,5% (respecto al 2% anterior) 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, el ratio *Tier I* mínimo aumenta hasta el 8,5% (respecto al 6% anterior) y el ratio de capital total mínimo hasta el 10,5% (respecto al 8% anterior). En este entorno, donde se exige a nivel internacional al sistema financiero que aumente su nivel de capital para adecuarse a los nuevos requerimientos de solvencia, Andbanc se encuentra en una posición de solvencia excelente, con un ratio de core equity que se sitúa en el 19,10%, siendo el importe de *core capital* de 310.708.140 euros.

6. Indicadores Sociales

El año 2010 ha sido un año de movimientos, con fluctuaciones de los mercados financieros, elecciones y cambios políticos, catástrofes climatológicas y humanas, hitos deportivos, acontecimientos culturales, innovaciones tecnológicas... en definitiva, un año de sucesos que no han dejado indiferentes a los participantes implicados. Andbanc ha recogido la estela de esta implicación para continuar con el compromiso adoptado por la entidad que, año tras año, se ha ido consolidando con la participación en los acontecimientos, tanto locales como globales, que durante este año han ido sucediendo.

Desde hace ya unos años, el compromiso de Andbanc como entidad se ha hecho extensivo al equipo humano que lo compone. Como sociedad corporativa, la Asociación Solidaria de Colaboradores de Andbanc (ASCA), creada en 2007, complementa las acciones solidarias del banco coordinando y haciendo más eficiente la acción de todos los colaboradores de la empresa en la proyección y apoyo a las peticiones de ayuda solidaria hacia varios proyectos liderados por colaboradores.

Las acciones relacionadas con niños, jóvenes o colectivos de riesgo, se han llevado a cabo de manera altruista y han apoyado a varios proyectos solidarios tanto a nivel nacional como internacional. Algunos de los proyectos de este año han estado dirigidos hacia jóvenes de La Gavernera, un centro de acogida de niños con el que se colabora desde que se creó la asociación. Otros proyectos han sido la recogida de alimentos y medicinas destinados a los campamentos de refugiados de Tinduf o a un dispensario de Haití, dirigido por gente de Andorra. Igualmente, se han realizado aportaciones económicas para niñas de Sierra Leona y de Marruecos, para ayudarlas en las intervenciones médicas necesarias para la recuperación de las enfermedades que sufrían. Así mismo, la Asociación ha apadrinado a un niño de Chile de once años para ayudar en su crecimiento personal y educativo. Pero no sólo se ofrece apoyo económico a los proyectos, en 2010 se apoyó a la campaña que desde la fundación Vicente Ferrer se llevó a cabo para presentar la candidatura del Premio Nobel de este filántropo catalán.

En el ámbito de apoyo y ayuda a niños y jóvenes, se encuentran las becas anuales que se otorgan al centro de acogida infantil La Gavernera. Estas becas, fruto del convenio firmado entre Andbanc y el Gobierno de Andorra en el año 2001, se otorgan a los niños acogidos en este centro por diferentes motivos, cuyo objetivo es el de permitir a los niños y jóvenes acogidos al CAI poder seguir estudios superiores y de grado medio o actividades extraescolares o de soporte de clases obligatorias, con el fin de que puedan obtener las mejores posibilidades y los mejores resultados en su formación académica. Estas becas se conceden a propuesta del grupo de educadores que hacen el seguimiento de cada uno de los niños y jóvenes residentes en el centro.

Hay que remarcar la colaboración que se realiza cada verano con AINA y con el Padre Ramón de Canillo en la edición del cancionero que acompaña los niños en los turnos de colonias y en las actividades que el casal de niños organiza durante el año. Con esta ayuda se pueden otorgar becas a niños sin posibilidades económicas familiares para que puedan acceder a unas semanas de disfrute con la naturaleza y con buena camaradería.

Andbanc con el Deporte

La temporada 2009-2010, ha tenido nuevamente como estrella el equipo de baloncesto Andbanc que ha participado de nuevo en la Liga nacional. El equipo concluyó la fase regular como líder invicto llegando a la Final Four como claro candidato al título que finalmente consiguió. El equipo de Andbanc, integrado mayoritariamente por colaboradores del banco, continúa aportando numerosos éxitos.



Representación del COA en los Juegos Olímpicos de la Juventud.

El apartado deportivo sigue siendo uno de los capítulos más importantes en los que colabora Andbanc, vinculado desde hace años al patrocinio del deporte a través de los clubes, de las federaciones andorranas y del Comité Olímpico Andorrano (COA), para mejorar el deporte del país y reforzar la imagen exterior de Andorra. El 2010 ha sido un año movido para los deportistas del COA. El mes de febrero participaron en los Juegos Olímpicos de invierno que se celebraron en Vancouver, Canadá. Los resultados fueron valorados como correctos, sobre todo de cara al futuro y a los juegos de Sochi 2014. Además, este año se hizo la presentación del equipo que se desplazó a la primera edición de los Juegos Olímpicos de la Juventud, que tuvieron lugar en Singapur, del 14 hasta el 28 de agosto. Esta competición va destinada a chicos y chicas de entre 14 a 18 años. El Principado participó con cuatro representantes pertenecientes a las federaciones de Atletismo, Judo, Gimnasia y Natación. La presidenta de la Federación Andorrana de Gimnasia, Eva Rodríguez, fue la cabeza de misión de esta expedición, que contó también con el asesoramiento técnico de Francesc García y Miquel Ripoll. La abanderada de Andorra fue Mònica Ramírez.

Como acontecimientos deportivos destacados hay que reseñar un año más el equipo de *Freestyle*. Esta modalidad ha ido tomando fuerza de la mano de los esquiadores más jóvenes.

Un deporte que se está arraigando con fuerza en el país y que está ganando muchos forofos por su espectacularidad, por lo que Andbanc ha apostado por esta nueva tendencia. El equipo andorrano de *Freestyle* Andbanc esta compuesto por jóvenes corredores que están obteniendo excelentes resultados en las competiciones en las que participan. A pesar de las lesiones que han sufrido este año, los *riders* han dado pruebas de su competitividad y han participado con éxito en las diversas carreras que se han celebrado durante la temporada.

El esquí continúa siendo uno de los deportes que ha cuenta con más apoyo, puesto que además de las competiciones internacionales reseñadas, se ha colaborado también con la ya tradicional carrera del Memorial Manuel Cerqueda de esquí de veteranos, organizada por el Esquí Club de Andorra. La competición tuvo lugar en las pistas de Vallnord, en el sector de Arinsal y participaron cerca de 100 esquiadores en la categoría de slalom gigante.

El mundo del motor sigue con el apoyo de Andbanc. El piloto residente en Andorra, Cyril Despres, ganó a principios de año el Rally Dakar Argentina-Chile 2010 así como los Rallies: Oi-Libya en Marruecos y Kenny Enduro. El piloto de Andbanc ha tenido una temporada difícil marcada por las lesiones, pero no lo han alejado de los resultados esperados. Igualmente, como ya es habitual, con la intención de aprovechar su experiencia profesional para la enseñanza y la participación de varios jóvenes que practican el deporte en una actividad que sea provechosa, tanto por su desarrollo personal como profesional, Cyril Despres y su compañero Àlex Antor, convocaron el 2º Raid para jóvenes promesas deportivas. En esta edición participaron una veintena de jóvenes que salieron hacia la zona montañosa de Ensagents (Encamp) con el fin de demostrar, en las diferentes actividades, su capacidad de trabajo en equipo, la resistencia física, el espíritu de superación, las aptitudes para realizar el deporte y la competitividad que demuestra cada deportista. Durante toda la jornada, pudieron compartir experiencias con personas relacionadas con el deporte de alto nivel (deportistas profesionales, entrenadores, médicos) combinadas con actividades deportivas y charlas de motivación.

El baloncesto y el fútbol han tenido también especial eco, bajo

el patrocinio de Andbanc, impulsando estos deportes tanto con niños andorranos como de los países vecinos. Una nueva edición del Campus Nike ha traído dos estancias de baloncesto y fútbol, en el marco del Pabellón Joan Alay, el Estadio del MI Consejo General y el Estadio Comunal de Andorra la Vella, en los que niños y niñas han podido aprender las técnicas de cada uno de estos deportes de la mano de primeras figuras.



Kike Camp 2010 con Bojan Krkic y Marc Muniesa

En esta 12ª edición nos acompañaron los jugadores de fútbol Pedro Rodríguez, Sergi Busquets y Bojan Krkic, además del joven jugador Marc Muniesa, y los de baloncesto Juan Carlos Navarro y Ricky Rubio del FC Barcelona y Rudy Fernández, jugador del Portland Trail Blazers, de la liga de EE.UU. En el primer turno tuvieron el placer de jugar con y contra uno de los participantes más veterano del Campus, la “Bomba” Navarro, el cual fue homenajeado por todos los compañeros para conmemorar y agradecer su presencia durante estos 12 años de participación en el Campus Nike. En cuanto al fútbol, Bojan y Muniesa cerraron el primer turno con una fiesta totalmente dedicada a los participantes en esta cita deportiva tan esperada de cada verano. Los que si eran esperados y trajeron mucha expectación, fueron los jugadores Pedro y Busquets, recientemente llegados de la competición mundial y flamantes campeones internacionales. Durante el segundo turno los

participantes en baloncesto tuvieron también el privilegio de entrenar con dos jugadores importantes, Ricky Rubio y Rudy Fernández, los cuales respondieron también a todas las preguntas que los jóvenes asistentes les iban haciendo.

También en el ámbito del baloncesto, el deporte de élite ha repetido el éxito del Global Tech, organizado por Esport en Joc Grup y Global Sports Advisors, con Manel Bosch y Ferran Martínez al frente. Esta estancia se ha convertido ya en una referencia para los jóvenes valores del baloncesto algunos de los cuales se están empezando a confirmar en la ACB. En este Campus el objetivo es trabajar y mejorar los diferentes aspectos técnicos del juego con un gran equipo de profesionales y unas condiciones inmejorables, con trabajo en grupos reducidos para hacer un seguimiento individualizado de cada participante y con la ayuda de las últimas tecnologías para obtener datos y analizar la evolución posterior de los jugadores que participan en este campus, los cuales provienen de varios países. Esta quinta edición ha contado con un técnico de oro, Darryl Middleton, una institución en el mundo del baloncesto por su trayectoria y porque con 44 años todavía continúa en activo. Uno de los organizadores, Ferran Martínez, declaró en la rueda de prensa de la presentación, que el Campus se ha convertido en un *training camp* de referencia en España, donde la mayoría de los participantes son españoles, pero que en esta edición también participaron dos jugadores senegaleses.

El golf continúa siendo uno de los patrocinios de Andbanc de referencia. Este año el Circuito Andbanc de Golf ha celebrado su décimo aniversario recuperando su formato habitual, con cinco etapas y una final. Uno de los objetivos del circuito ha sido siempre acceder a campos españoles de reconocido prestigio. En esta edición se han disputado las pruebas en los campos de Panorámica (Vinaròs), Torremirón, uno de los campos que se presentaba como novedad, Masía Bach, que acoge el circuito por primera vez, y el clásico de la cita; Costa Dorada. El último campo y última prueba para conseguir participar en la final, tuvo lugar en el campo del Club de Golf Cerdeña. Los primeros clasificados del campeonato tuvieron la oportunidad de participar en la final, en el campo de golf del Saler, Valencia, y disfrutaron de un campo considerado de entre los

10 mejores recorridos de España y del mundo. Inaugurado en 1968, es uno de los mejores campos de Europa con un alto nivel técnico y una gran belleza visual. Diseñado por Javier Arana se integra completamente con el paraje natural y protegido del parque Natural del Saler, en la Albufera valenciana.



El Saler, Valencia. Circuito de golf Andbanc 2010

Andbanc con la cultura

El apoyo incondicional a la cultura vuelve a ser uno de los objetivos de Andbanc puesto que se entiende como uno de los ejes de cohesión de toda sociedad. Desde la entidad se apoya a diferentes iniciativas culturales para poder difundir, al máximo público posible, la rica oferta cultural que hay en el Principado. Dentro de este ámbito podemos incluir, por ejemplo, la colaboración que mantenemos con las embajadas Española, Portuguesa y Francesa por la difusión de las culturas de estos países en Andorra.

De la colaboración con la Embajada Española surgieron los ya habituales proyectos culturales, como la exposición de pintura, esta vez del artista valenciano Vicens Talens, y el concierto de jazz, con el pianista Joshua Edelman. La muestra del pintor valenciano, *Amor loco*, se presentaba por primera vez en Andorra. Se trata de su última producción que incluye tanto cua-

dros como esculturas e instalaciones. Esta obra se caracteriza por el movimiento de las formas sinuosas, el color como elemento fundamental y un enfoque lúdico del trabajo del artista.

Con respecto a la actuación, enmarcada en el ciclo Conciertos en familia y que va dirigida a todo tipo de público y para todas las edades, estuvo protagonizada por el pianista neoyorquino Joshua Edelman, reconocido pianista y compositor. Edelman se estableció en Madrid donde se ha desarrollado en el campo del jazz y en la docencia. A lo largo de su trayectoria ha participado en numerosos festivales internacionales y ha sido invitado habitualmente en el Café Central de Madrid, uno de los templos del jazz de la capital española. Edelman se llevó el premio de mejor grupo español, en 2004, en el certamen de intérpretes del 25º Festival Internacional de Jazz de Granada.

Un año más, se ha dotado el premio Manel Cerqueda de Novela corta que se entrega durante la Noche Literaria que el Círculo de las Artes y las Letras organiza anualmente. En estos premios se galardonan las mejores obras presentadas en diferentes disciplinas artísticas. En 2010 se presentaron el número más importante de obras de todas las ediciones, 16 obras presentadas. El galardón de novela corta lo recibió la obra titulada "Un camino entre las viñas", de la autora M. Àngels Bosch consiguiendo un accésit de 3.500€.

Andbanc y el entorno empresarial

Andbanc, junto con el resto de entidades financieras del país, impulsa también iniciativas en el entorno empresarial, destacando la colaboración en la organización del Fórum de la Empresa Familiar, siendo un éxito de participación.

Esta edición del 9º Fórum de la Empresa Familiar, trató sobre el tema de la Innovación y el crecimiento de las empresas. Como siempre, la EFA invitó a ponentes de primer orden para exponer este tema. Este año los ponentes fueron:

Antoni Esteve, doctor en farmacia, presidente de Laboratorios Esteve, empresa familiar y grupo químico farmacéutico internacional. También es presidente de la Fundación Príncipe de Girona, comprometida con proyectos de búsqueda, de emprendedoría y de excelencia empresarial. Así mismo preside el Con-

sejo de Administración del Banco de Sangre y Tejidos (BST), del Departamento de Salud de la Generalitat de Catalunya.

Carles Sumarroca ocupa el cargo de vicepresidente del grupo COMSA-EMTE. Con anterioridad, había desarrollado el cargo de director general y de consejero delegado del Grupo EMTE, SA. El Sr. Sumarroca es ingeniero superior de telecomunicaciones por la Universitat Politècnica de Catalunya y Máster en Economía y Dirección de empresas por la Universidad de Navarra.

Sr. Pankaj Ghemawat, licenciado en matemáticas aplicadas por Harvard College, doctorado en economía por la Harvard University y consultor de McKinsey & Company. Es el profesor más joven de la Harvard Business School, de la que fue miembro durante 25 años. En la actualidad dirige la cátedra de estrategia global de la IESE Business School. Consultor de diferentes gobiernos y compañías transnacionales. Autor de diferentes libros de prestigio académico, como *Commitment* (Free Press 1991), *Games Businesses Play* (MIT Press 1998), *Strategy and the Business Landscape* (Pearson Prentice Hall, 3rd edition 2009), *Redefining Global Strategy* (Harvard Business School Press, 2007) y *Globalization SOS* (Harvard Business School Press 2010).

Para tratar uno de los temas financieros y económicos de ac-



Julián Sánchez, director general de Sacha London

tualidad, Andbanc ofreció a sus clientes la ponencia de uno de los analistas más relevantes en esta materia, el Dr. Emilio Ontiveros. Catedrático de la Universidad autónoma de Madrid, es también profesor en The Wharton School (Universidad de Pennsylvania). Socio fundador de “Analistas Financieros Internacionales” (AFI), también ejerce como consejero financiero del ayuntamiento de Madrid, del Gobierno de España, y de numerosas empresas que requieren su servicio.

Uno de los actos con más éxito que se celebró en noviembre fue la presentación de la empresa española Sacha London, especializada en la comercialización del calzado femenino con de más de medio siglo de antigüedad. Se incluyó en una conferencia referente a la gestión e innovación en las empresas, cuya representación fue por parte de su director general y propietario, Julián Sánchez. Con la colaboración del Inescop, Instituto Tecnológico del Calzado, Sacha London ha creado el



Conferencia Andbanc y RES. Relaciones Andorra - Portugal

DNI del calzado que permite obtener una identificación digital del pie del usuario con todos sus datos anatómicos: desde la longitud hasta las medidas de empeine o la presión que hace al andar.

Todos estos detalles se incluyen en su documento de identidad personal y le permiten pedir sus zapatos a medida. Las señoras asistentes pudieron disfrutar de una sesión para extraer el DNI de su pie que se aplicará a uno de los modelos de zapatos que ha diseñado el equipo de Sacha London para la próxima temporada. Los zapatos serán distribuidos durante el primer trimestre del año antes de empezar la comercialización de la nueva colección.

Dentro del marco de colaboración internacional, Andbanc firmó un convenio de relaciones comerciales con el banco portugués, Banco do Espiritu Santo, BES, por lo que tuvo lugar una ponencia para la presentación del convenio en la sede central de Andbanc. Con el título, "Relaciones Andorra – Portugal: la gestión de las inversiones desde el extranjero", a cargo de los gestores de Andbanc y del Banco Espiritu Santo, se invitó al colectivo portugués y contó con la asistencia del presidente de Andbanc, Sr. Manel Cerqueda y del Embajador de Portugal en Andorra, el Excmo. Sr. Mario Damas Nunes.

Andbanc y el medio ambiente

Un año más, los objetivos medioambientales fijados por la Organización se han centrado al continuar con la sensibilización social (de colaboradores, proveedores y clientes), con la reducción del consumo de materias primas y energías, así como el reciclaje de éstas.

Hemos continuado con la recogida selectiva de plástico, vidrio y papel entre los colaboradores de servicios centrales, poniendo a disposición contenedores en zonas de fácil acceso para todos, de forma que todo el mundo pueda sumarse confortablemente a la recogida.

Uno de los materiales que en Andbanc se utiliza en grandes cantidades y que puede prolongar su ciclo de vida útil después de una primera utilización es el papel. Durante el 2010 se han hecho actuaciones como insistir sobre la impresión a doble cara, la sustitución de las copias de papel por las electrónicas siempre que fuera posible, o la impresión en blanco y negro en lugar del color. Así pues, este año se ha conseguido una reducción respecto al año pasado de unos 32.930 kg de papel contra los 40.110 kg de 2010.

Andbanc también gestiona el reciclaje del tóner de impresoras y fax, de los cuales se han recogido este año 2010, un total de 260. Con respecto a las pilas, continuamos poniendo al alcance de los trabajadores de la empresa contenedores para depositar las pilas de uso particular, además de las que son propiamente usadas en el trabajo, este año se han recogido 32 kg de pilas.

Estas actuaciones ponen de manifiesto la voluntad de Andbanc de participar en el desarrollo de la sociedad en la que nos encontramos inmersos.

7. Consejo de Administración y Organización

Presidencia

Óscar Ribas Reig
Presidente Honorario

Manel Cerqueda Donadeu
Presidente

Oriol Ribas Duró
Vicepresidente

Consejo de Administración

Enric Palmitjavila Ribó
Consejero

Manel Ros Gener
Consejero

Xavier Santamaria Mas
Consejero

IGESA
Consejero (representado por Josep Vicens Torradas)

CEDO, SA
Consejero (representado por Pere Grau Hoyos)

Reig Finances, SA
Consejero (representado por Germán Castejón Fernández)

Jordi Comas Planas
Consejero

Josep Sansa Torres
Secretario (no Consejero)

Estructura Organizativa

Jordi Comas Planas
Director General

Ricard Tubau Roca
Director General Adjunto Negocio

José Luis Muñoz Lasuén
Director General Adjunto Servicios Corporativos

Carlos Aso Miranda
Subdirector General
Márketing y Soporte Negocio

Josep M. Cabanes Dalmau
Subdirector General
Banca País

Josep Xavier Casanovas Arasa
Subdirector General
Control de Riesgo y Finanzas

Jordi Checa Gutés
Subdirector General
Recursos Humanos y Medios

José Ignacio García Fernández
Subdirector General
Banca Privada Internacional

Josep Garcia Nebot
Subdirector General
Compliance y Riego Operativo

Angel Martínez Belmonte
Subdirector General
Organización y Sistemas

Santiago Mora Torres
Subdirector General
Inversions

8. Localizaciones y Direcciones

Servicios Centrales

C/Manuel Cerqueda i Escaler, 6
AD700 Escaldes-Engordany, Andorra
Tel. +376 873 333 - Fax +376 873 353
Codi Swift BACA AD AD
comunicacio@andbanc.com

Banca Privada Internacional

C/Manuel Cerqueda i Escaler, 6
AD700 Escaldes - Engordany, Andorra
Tel. +376 873 345

Banca Privada

C/Manuel Cerqueda i Escaler, 6
AD700 Escaldes - Engordany, Andorra
Tel. + 376 873 387

Banca Comercial

C/Manuel Cerqueda i Escaler, 6
AD700 Escaldes - Engordany, Andorra
Tel. + 376 873 305

Andbanc (Bahamas) Limited

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

Andprivatewealth Chile

Avda. Kennedy 5454 oficina 902
Vitacura. Santiago de Chile. Chile
Tel. + 569 954 954 04
info.chile@andbanc.com

Andbanc Luxemburg SA

7A Rue Robert Stümper
L-2557 Luxemburgo
Tel. + 352 27 49 76 50
info.luxembourg@andbanc.com

Andbanc Asset Management Luxembourg SA

7A Rue Robert Stümper
L-2557 Luxemburg
Tel. + 352 26 19 39 - 1
info.luxembourg@andbanc.com

Andbanc Luxembourg Limited

Hong Kong
Two exchange Square
8 Connaught Place, Central
Hong Kong. China
Tel. + 852 229 724 15
info.hongkong@andbanc.com

Columbus de México

Blvd. Adolfo Lopez Mateos
2370 - 1 Piso
01060 Mexico. D.F.
Tel. + 52 55 53 772 810
info@columbus.com.mx

Andbanc Wealth Management Miami

1221 Brickell Avenue
Suite 1550
Miami, Florida 33131
Tel. + 1 305 702 0600
Info.miami@andbanc.com

Andbanc (Panamá) S.A.

Torre Generali (floor 26)
Samuel Lewis Avenue, Street 54 East
Obarrio Area Panamá
Tel. + 507 263 66 96
info.panama@andbanc.com

AndPrivate Wealth

Rue du Commerce 9
5946 - 1211 Gèneve 11, Suiza
Tel. + 41 22 818 39 40
info.apw@andpw.com

Oficina de Representación en Uruguay

Av. Luis A. de Herrera 1248
Oficina 414, Torre B
World Trade Center
11300 Montevideo. Uruguay
Tel. + 598 2628 6885
info.uruguay@andbanc.com

Quest Capital Advisers S.A.

Edificio @1, piso 3, Of 303
Zonamérica Ruta 8 Km 17500
91600 Montevideo. Uruguay
Tel. + 598 2518 2222
info@questadvisers.com