

Banca

Reporte Mensual de Banca y Sistema Financiero

Iván Martínez Urquijo / Gerónimo Ugarte Bedwell / Mariana A. Torán / Alfonso Gurza / Crista Pérez

06 septiembre 2021

1. Banca y Sistema Financiero

Hogares no consolidan su patrón de gasto e incrementaron nuevamente sus saldos líquidos en junio

La [captación tradicional del sistema bancario](#) (vista+plazo) en términos nominales registró un incremento adicional de 0.3% en junio (-0.2% real) respecto a lo observado en el mes de mayo. Este incremento estuvo sustentado en un incremento mensual de 1.5% nominal (1.0% real) en los depósitos de personas físicas y en una inesperada alza de 2.7% mensual nominal (2.1% real) de la captación a plazo de las empresas.

El nuevo crecimiento de la captación a la vista de personas físicas en junio resultó inesperado, dada la relación directa que se había observado en los últimos meses entre las menores restricciones al consumo asociadas a la pandemia y el menor ritmo de acumulación en los depósitos de este segmento.

Esto es, en la medida en que durante el mes de junio el menor número de contagios de COVID-19 permitió la reapertura de prácticamente todas las actividades comerciales en buena parte del país, se esperaba que continuara, hasta cierto punto, la reducción de los depósitos acumulados durante la pandemia por parte de los hogares.

No obstante, los datos del mes de junio señalan que esta nueva acumulación de saldos líquidos por parte de las personas físicas podría ser el resultado de un contexto de mayor creación de empleos formales, pero con una desaceleración de la actividad económica respecto a los meses anteriores.

Por su parte, el crecimiento del saldo de depósitos nominales a plazo por parte de las empresas era inesperado, dada la tendencia de tres trimestres consecutivos con tasas de crecimiento negativas. Detrás de este comportamiento podría estar la expectativa de mayores tasas de interés, tras la sorpresiva alza de la tasa de política monetaria de Banxico en junio, en un contexto de reapertura de las actividades económicas.

Dado el contexto antes descrito, la tendencia de la captación tradicional en términos nominales para los próximos meses podría tornarse positiva nuevamente, tras un crecimiento ligeramente negativo (-0.2% nominal, -0.5% real) en el segundo trimestre de 2021. Esto porque, aun cuando la tercera ola de COVID-19 no ha estado asociada a restricciones al consumo similares a las observadas en olas pasadas, podría esperarse que tanto hogares como empresas en forma precautoria reduzcan en cierta medida su consumo ante el aumento de contagios.

Al parecer, la continuación de la pandemia hará complicado consolidar un patrón de gasto más consistente por parte de los hogares que canalice a actividades de consumo parte de los saldos líquidos acumulados durante el 2020.

El crédito bancario redujo la magnitud de su contracción en junio, al caer 6.1%

En junio de 2021, el saldo nominal de la cartera de [crédito vigente otorgado por la banca comercial](#) al sector privado no financiero (SPNF) cayó 6.1% anual (-11.4% en términos reales). Una menor contracción de la tasa de crecimiento anual del saldo de la cartera vigente por segundo mes consecutivo proporciona señales alentadoras de que el impacto negativo de la pandemia sobre el crédito bancario superó su peor punto y podría encontrarse en una senda de recuperación.

Por agregados de crédito que componen el SPNF, las variaciones nominales anuales fueron: consumo, -3.4%; vivienda, 9.4% y empresas -12.1%. A partir de este desempeño, las contribuciones a la contracción de 6.1% puntos porcentuales (pp) del crédito bancario al SPNF fueron (en orden descendente): vivienda, 1.7 pp; consumo, -0.6 pp; y empresas, -7.2 pp.

En el caso de la cartera de consumo, algunos segmentos empiezan a registrar crecimientos a tasa nominal, principalmente por el repunte observado en la inflación, pues aún se observan contracciones en términos reales, aunque de menor magnitud. Estas incipientes señales de recuperación, podrían consolidarse cuando los indicadores de actividad económica muestren una clara tendencia de reactivación, pues a la fecha aún hay señales mixtas en su desempeño.

Aunque el crédito a empresas ha moderado su contracción, el desempeño heterogéneo entre sectores apunta a que las fuertes reducciones observadas en los últimos meses no sólo están asociadas a un efecto base. Si bien algunos indicadores que influyen en los ingresos y la demanda de financiamiento empresarial presentan indicios de recuperación, el impulso derivado de esta incipiente mejora aún no ha sido suficiente para revertir de forma más acelerada la tendencia a la baja observada en los saldos de la cartera de crédito a empresas. Un crecimiento sostenido de dichas variables será necesario para impulsar una mayor demanda de financiamiento.

Por su parte, la cartera de vivienda sigue siendo la única que mantiene tasas de crecimiento positivas en términos nominales y reales, aunque con un dinamismo más moderado. Esto podría reflejar un menor mercado potencial por el menor ritmo de creación de empleos formales observado desde 2019. Al igual que en el caso de crédito al consumo, un mayor dinamismo en esta cartera requerirá de una mayor recuperación del ingreso y el empleo de los hogares.

La cartera a pymes acumula la mayor caída en saldos vigentes por segmento, contribuyendo al aumento de la morosidad desde 2016.

De acuerdo al [Reporte de Indicadores Básicos de Crédito a las Pequeñas y Medianas Empresas](#) (pymes) publicado por el Banco de México (Banxico) el 16 de agosto de 2021, el saldo de la cartera total a empresas (empresas grandes y pymes, sin incluir fideicomisos) fue de 2.32 billones de pesos, lo cual representa el 54% del crédito que otorga la banca múltiple al SPNF.

Dentro del crédito bancario al SPNF, la participación del financiamiento a pymes para el mes de marzo de cada año muestra un cambio de tendencia en 2021, al aumentar de 9.4% a 9.6%, después de cuatro años de una caída en la participación del segmento. Dentro del financiamiento a empresas, la participación del segmento de pymes fue de 17.8% en marzo de 2021, tras un 16.4% en el mismo mes de 2020.

En particular, el reporte indica que el segmento alcanzó su nivel máximo en mayo de 2016 y, posteriormente, el crédito a pymes comenzó a decrecer, llegando a marzo de 2021 con el menor crecimiento acumulado de todos los tipos de cartera durante el período de revisión. En paralelo, el índice de morosidad (IMOR) del financiamiento a pymes ha presentado un aumento desde enero de 2016, incluso superando el IMOR del crédito al consumo desde junio de 2018, en contraste con el crédito a empresas grandes, que ha mantenido menores niveles de morosidad.¹

En lo referente a la concentración de mercado, la participación agregada de las 2 instituciones más grandes se ha mantenido relativamente constante en los últimos 10 años, al igual que lo ha hecho la de las 5 instituciones más grandes. No obstante, una disminución en el Índice de Herfindahl-Hirschman (IHH) ha tenido lugar desde 2017, como consecuencia de la entrada de nuevos participantes al mercado de financiamiento. Con datos de marzo de 2021, el IHH para el mercado de crédito a pymes fue de 1,294, mayor al del segmento de empresas grandes (989), pero por debajo de los segmentos con mayor concentración de mercado, como el financiamiento al consumo (1,544) y a la vivienda (1,699).

Considerando el subconjunto de la cartera comparable², el financiamiento otorgado de abril de 2020 a marzo de 2021 se conformó por 116.1 miles de créditos, con un saldo total de 142.5 miles millones de pesos (mmdp), el 39.2% del total de la cartera comparable. La tasa de interés promedio ponderada por saldo fue de 11.1%, coincidiendo su dinámica a la baja con el período de reducción en las tasas de referencia. El monto promedio a la originación fue de 1.6 millones de pesos (mdp).

En el período de abril de 2020 a marzo de 2021, el 83.6% del número de créditos en la cartera comparable tuvo un monto de originación menor o igual a 2.5 mdp, equivalente al 31.3% del saldo de cartera a pymes. Los créditos con montos mayores a 5 mdp representaron sólo 6.0% de los créditos, pero 42.9% el saldo total.

De acuerdo con el reporte, las instituciones bancarias que otorgaron más créditos a pymes en el período abril 2020 – marzo 2021 fueron BBVA, Banregio y Banorte que, en conjunto, concentraron el 51.9% del número de créditos. Las instituciones con mayores saldos fueron BBVA, Banorte y Santander, las cuales acumularon el 54.5% del total.

Los créditos personales siguen mostrando una fuerte contracción, con menores montos promedio de originación y mayores tasas de interés.

El Banco de México (Banxico) publicó la actualización de su [Reporte de Indicadores Básicos de Créditos Personales](#) con información a febrero de 2021. El reporte considera los créditos personales y microcréditos ofrecidos por los bancos comerciales y las sociedades de objeto múltiple (Sofomes) reguladas. Cabe señalar que este tipo de crédito se otorga a cualquier persona física; generalmente no requiere alguna garantía, el plazo de vigencia se establece en el momento de su contratación y la tasa pactada es fija a lo largo de la vigencia del crédito. Entre los requisitos más comunes para obtenerlo se encuentran: tener un ingreso mensual mínimo comprobable, una antigüedad mínima en el

¹ En marzo de 2021, el IMOR del segmento pymes fue de 6.6%, seguido de los créditos al consumo (4.9%), el financiamiento a la vivienda (3.6%) y el crédito a empresas grandes (1.3%).

² La cartera comparable excluye crédito a entidades diferentes a personas físicas con actividad empresarial y a personas morales, con domicilio en el extranjero, a personas relacionadas, compras de cartera, renovaciones, créditos atrasados o vencidos, reestructurados y aquellos clasificados como cuentas de orden.

puesto de trabajo actual y buenas referencias de crédito. Así, debido a que es un préstamo sin garantía y sin una fuente de pago asociada, el riesgo del crédito suele estar entre los más elevados dentro de la cartera crediticia.

De acuerdo con Banxico, en febrero de 2021 (feb-21) la variación anual real del saldo de los créditos personales fue -21.9%. La marcada desaceleración de esta categoría de crédito se ha reflejado en una menor participación dentro de la cartera de crédito al consumo, que en feb-21 fue de 17.6% del crédito total al consumo, 0.5% menor a la participación observada en el mismo mes de 2020. El IMOR los créditos personales registró una tendencia a la baja entre mayo y octubre de 2020, y a partir de ese mes empezó a incrementarse hasta alcanzar un IMOR de 7.4% en feb-21 (mayor al 6.7% observado en feb-20). Este desempeño se explica tanto por el término de la vigencia del programa de criterios contables especiales (programa de apoyo que otorgó un diferimiento de pagos ante la contingencia por Covid-19) como por la contracción del saldo de la cartera total de los créditos personales, que ha sido la más pronunciada dentro de la cartera total al consumo. Tomando en cuenta las quitas y castigos, el índice de morosidad ajustado (IMORA) fue de 19.0% en feb-21 (vs 16.5% en feb-20), el más alto registrado en ese mes entre las distintas categorías que integran la cartera total de crédito al consumo.

En feb-21 se reportó un total de 11.8 millones de créditos personales cuyo saldo ascendió a 203.7 mil millones de pesos (mmp). De este total solo el 68% de créditos cumplieron con el criterio de comparabilidad entre instituciones³, es decir, casi 8.0 millones. Además, el saldo de la cartera de crédito asociada a este subconjunto representó el 40% de la cartera total de créditos personales. De los créditos otorgados en el último año (6.6 millones de créditos por un saldo de 67 mmp). Destacas que su monto promedio a la originación fue de \$12,451, menor al monto registrado un año antes (\$16,196), lo que implica una caída de 29.3% en términos reales. Respecto al resto de las condiciones del financiamiento se tienen que el plazo promedio fue de 24 meses (mayor al plazo promedio de 23 meses del año previo) y la tasa de interés promedio ponderada fue de 43.3% (mayor al 38.9% registrado el año previo). Cabe señalar que la tasa promedio ponderado por saldo de los créditos otorgados en el último año ha mantenido una tendencia al alza desde junio de 2017.

Banca Comercial cuenta con la solvencia necesaria para mantener el otorgamiento de crédito y afrontar posibles pérdidas.

Banco de México presentó su [Informe Trimestral](#), en el cual se incluye el análisis de estabilidad del sistema financiero. El informe destaca que la banca muestra niveles elevados de solvencia que dan margen para mantener el crédito y para afrontar pérdidas. El ICAP de la banca múltiple se incrementó a 16.27% en febrero, desde 15.98% en diciembre. Al incorporar las posibles pérdidas crediticias extremas no anticipadas (medidas mediante el CVaR al 99.9% de confianza) el ICAP de la banca múltiple se ubicó en 10.73% en febrero, lo que lo ubica incluso por encima del mínimo regulatorio, incluyendo reservas, de 10.5%. Cabe señalar que todos estos escenarios se realizan con base en información histórica.

³Para conformar la cartera comparable se excluyen los siguientes créditos: a) Los que las instituciones ofrecen a sus empleados o a empleados de empresas pertenecientes al mismo grupo financiero, b) Los que al momento de la elaboración del reporte están en atraso, mora, o fueron reestructurados, c) Los que no están denominados en moneda nacional, d) Los que exigen al cliente la entrega de una garantía física y e) Los que tienen tasa cero o que reportaron un monto original de crédito mayor a 1 millón de pesos.

En cuanto el riesgo de mercado, se registró un incremento en el 1T20. El valor esperado de la pérdida en la cola de la distribución (CVaR al 99.9% de confianza) pasó de 4.62% en diciembre de 2019 a 6.22% del capital neto en marzo, como resultado del incremento en la volatilidad de los factores de riesgo (i.e. tasas de interés, tipo de cambio) ante la mayor duración de los portafolios de la banca. La reducción de la aversión al riesgo en las últimas semanas hace prever que este nivel de riesgo pueda descender.

El documento destaca que la reducción de los precios del petróleo presionó de manera significativa la posición financiera de PEMEX. Ante los mayores riesgos de liquidez y elevados niveles de deuda las tres principales calificadoras redujeron la nota de la petrolera en marzo y abril. Con esto para FITCH y Moody's ya se ubica como grado especulativo. En consecuencia, se registró un incremento del costo de la cobertura crediticia de su deuda (CDS) por encima de empresas con calificación similar o por debajo. En semanas recientes se ha registrado una caída de este costo de cobertura, aunque a un ritmo más lento que el de otras petroleras comparables.

Por su parte, las empresas privadas mostraron mayor apalancamiento y menor capacidad de servicio de su deuda durante el primer trimestre del año ante la depreciación del tipo de cambio y la caída esperada de su demanda. No obstante, se espera que la mayor afectación se observe en el segundo trimestre del año. En relación con este tema, un recuadro del Informe encuentra que a reducción de la tasa de política monetaria se traduce en una menor carga por intereses bancarios, aunque la magnitud depende del tamaño de la empresa. De acuerdo con los resultados presentados, por cada punto porcentual de reducción de la tasa objetivo, la carga financiera de las empresas se reduciría en 3.7% para empresas grandes con emisiones de deuda, 3.5% para empresas grandes (créditos bancarios de más de MXN 100 millones) y 2.2% para empresas chicas. Al interior de este último grupo, para empresas con un saldo máximo de crédito de MXN 10 millones la reducción de la carga financiera es de sólo 1.2%.

2. Mercados Financieros

Los precios de los activos de riesgo alcanzan nuevos máximos apoyados en la reiterada postura acomodaticia de la FED

La elevada dependencia de los estímulos monetarios que muestran los precios de los activos de riesgo quedó nuevamente de manifiesto durante el mes de agosto. La tendencia al alza de los precios de estos activos no se vio modificada, a lo largo de la primera parte del mes, a pesar de un contexto caracterizado por el alza de los casos de COVID19 a nivel global, un incremento de la inflación de los precios del productor en EE.UU. y mayores señales de la desaceleración china.

No obstante, esta aparente inmunidad del apetito por riesgo sí se vio modificada por la comunicación de la Reserva Federal (FED). Primero, el apetito por riesgo sufrió un desplome tras publicarse las minutas de la reunión de política monetaria de julio, las cuales dieron cuenta que la mayoría de los miembros del Comité de Mercado Abierto (FOMC) consideraba adecuado comenzar este año con la reducción de la compra de bonos por USD 120 mil millones mensuales que realiza el banco central norteamericano.

Posteriormente, al final de agosto, en el simposio de Jackson Hole, el Presidente de la FED reavivó el apetito por riesgo, tras enfatizar en su discurso dos argumentos. El primero, el carácter idóneo que mantiene la postura

acomodaticia, aun tras el progreso que se ha dado en el logro de sus objetivos de pleno empleo e inflación. El segundo, **la separación entre la reducción en el monto de compra mensual de bonos (*tapering*) y el incremento de la tasa de fondos federales.**

Si a esto se añade que no se dieron detalles sobre montos de reducción ni sobre el mes exacto del 2021 en el que podría iniciar el *tapering*, como aparentemente habían descontado los participantes en los mercados, se logra comprender el impulso al apetito por riesgo.

Como era de esperarse el movimiento de los **mercados accionarios** fue un claro ejemplo de las variaciones en el apetito por riesgo. Entre el inicio de agosto y el día 18, fecha en que se dio a conocer la minuta de la FED, el *benchmark* de mercados accionarios a nivel global (MSCI World) registró un crecimiento de 0.29%; mientras que, entre esta fecha y el día 31 de agosto (tres días hábiles después del discurso de Jackson Hole), el crecimiento fue de 2.1%. Con ello, el alza del mes para este indicador fue de 2.3%.

En los mercados norteamericanos se dio un comportamiento similar con cierto sesgo a una mayor demanda de acciones de empresas tecnológicas: El S&P500 avanzó 2.9% en agosto, del cual 2.8% se registró durante los últimos 12 días del mes. El índice Russell 2000, que agrupa acciones de baja capitalización, logró una ganancia de 2.1% en agosto, a pesar de una caída de 3.0% en los primeros 18 días del mes. Por último, el Nasdaq100 reflejó el impulso de las empresas tecnológicas y terminó agosto con ganancias de 4.0%, producto de un alza de 5.1% durante la segunda parte del mes.

El *benchmark* de mercados emergentes (MSCI EM) avanzó 2.4% al cierre del octavo mes del año, pero fue claramente superado por el IPyC de la BMV que obtuvo ganancias de 4.8% en el mismo periodo.

El **mercado cambiario** también mostró un comportamiento en dos etapas durante agosto. Previo a la salida de la minuta de la FED, el dólar se fortaleció 0.8% frente al *benchmark* de divisas de países emergentes (JP Morgan EM Currency Index). No obstante, cedió todas esas ganancias en la segunda mitad del mes, pues retrocedió 1.2%, con lo cual durante el octavo mes del año las divisas de países emergentes se apreciaron 0.3% frente al dólar.

Por su parte, el peso mexicano se diferenció negativamente en un contexto de baja liquidez. Durante agosto la moneda mexicana se depreció 1.0% y cerró el mes en 20.07 pesos por dólar (ppd), luego de haber cotizado hasta en 20.36ppd previo al discurso de Jackson Hole. Cabe señalar que esta diferenciación negativa pudo estar influida adicionalmente por la incertidumbre sobre el uso de los Derechos Especiales de Giro que el FMI transfirió a México.

En contraste, en el **mercado de renta fija** norteamericano se percibe cierto tono de cautela ante los riesgos del contexto. El rendimiento a vencimiento del bono del Tesoro a 10 años se incrementó 9 puntos base (pb), para cerrar agosto en 1.3%. Cabe recordar que el mes pasado la parte larga de la curva norteamericana registró una caída relevante. En la parte corta, la comunicación de la FED influyó en un movimiento marginal de 3.0 pb, con lo cual la pendiente de la curva llegó a 110 pb a finales de agosto, un alza de 6.0 pb respecto a julio.

En México, el ciclo de tensionamiento monetario siguió su curso, mientras que la ligera reducción de la inflación de la primera quincena de agosto influyó en cortar la tendencia al alza que mostró la parte larga de la curva. De esta manera, el rendimiento a vencimiento del Mbono a 10 años se incrementó en 9 pb en agosto, para cerrar el mes en 7.0%. Cabe señalar que durante los primeros 18 días del mes, este nodo registró un alza de 15.0 pb.

Para el **mercado de materias primas** la desaceleración china, exacerbada en el corto plazo por los confinamientos en algunas regiones tras el repunte de la pandemia, predominó en el comportamiento de sus precios, si bien también se observó cierta recuperación durante la segunda parte del mes. De esta manera, el *benchmark* de esta clase de activos (SPGSCI) registró pérdidas de 2.5% en agosto. Entre sus principales componentes, el precio del petróleo Brent cayó 4.4% en el mismo periodo, mientras que la mezcla mexicana perdió 6.0% para cerrar el octavo mes del año en USD 66.0 dólares por barril.

La inesperada caída del empleo norteamericano en agosto ya dio cuenta de los efectos adversos sobre la economía de la tercera ola de COVID, los cuales, al parecer, no estaban descontados en los precios de los activos de riesgo. Este debilitamiento en la creación de empleo muy probablemente aplazará el inicio del *tapering* e incluso podría motivar la toma de riesgos, en la medida que sea de corta duración, ante la idea de que la FED se mantendrá en su postura acomodaticia por más tiempo.

No obstante, habrá que seguir con atención los efectos adversos de esta tercera ola sobre la oferta, pues en la medida en que estos efectos exacerben los cuellos de botella en la economía global, podrían reflejarse en una mayor inflación. Esto, a su vez, podría reavivar el debate sobre la transitoriedad del alza en los precios, lo que complicaría la estrategia de la FED.

3. Regulación

Proyectos en consulta

CNBV - Resolución que modifica las Disposiciones de Carácter General aplicables a las Instituciones de Crédito (comisionistas).

El proyecto incluye múltiples ajustes en materia de comisionistas (*outsourcing*). En la versión más reciente del anteproyecto, se adiciona la posibilidad de que las instituciones de crédito indiquen a través de su página de internet los medios a través de los cuales se podrán conocer los terceros contratados por la Institución como comisionistas y se elimina la restricción que establecía que las Instituciones no podrían contratar como comisionistas a terceros que, durante los 12 meses inmediatos anteriores a la fecha en que entre en vigor la contratación, se hubieren desempeñado como comisionistas exclusivos de otra Institución.

Publicaciones en el DOF

- 06.08 La CNBV publicó la Resolución que modifica las Disposiciones de Carácter General aplicables a las Instituciones de Crédito, a través de la cual se modifica el Anexo 2 de la CUB (integración de expedientes de créditos al consumo) para flexibilizar algunos requisitos del expediente. Por otra parte, se incorpora el concepto de “autoproducción de vivienda” en la definición de cartera hipotecaria de vivienda y en el método estándar de capitalización para reflejar los cambios de la Ley del INFONAVIT y del ISSSTE del 16 de septiembre de 2020.
- 09.08 El Banco de México publicó la Circular 5/2021 dirigida a las instituciones de crédito, relativa a las modificaciones a la Circular 3/2017 acerca de las reglas para las Subastas de Coberturas Cambiarias, para reflejar características similares a las observadas en mercados internacionales y reconocer un esquema más

amplio de administración de riesgos financieros. Se establece un régimen de liquidación diaria de las coberturas cambiarias y se incorporan los días inhábiles de EEUU para que las instituciones de crédito mejoren sus posibilidades de cubrir adecuadamente el riesgo cambiario.

- [23.08](#) La CNBV y el Banco de México publicaron las disposiciones de carácter general sobre los requerimientos de liquidez para las Instituciones de Banca Múltiple, mediante la cual se añade, al ya vigente Coeficiente de Cobertura de Liquidez (CCL), el Coeficiente de Financiamiento Estable Neto (CFEN) cuyo horizonte de aplicación es más amplio; estableciendo en el mismo ordenamiento su tratamiento contable y método de cálculo, obligaciones de reporte y publicación, escenarios y medidas correctivas y lo relativo a los planes de restauración.

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 y no es para su entrega o distribución, directa o indirecta, a ninguna otra clase de personas o entidades. En particular el presente documento únicamente se dirige y puede ser entregado a las siguientes personas o entidades (i) aquellas que están fuera del Reino Unido (ii) aquellas que tienen una experiencia profesional en materia de inversiones citadas en el artículo 19(5) de la Order 2001, (iii) a aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y a aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Order 2001.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA Bancomer y el resto de entidades del Grupo BBVA que no son miembros de FINRA (Financial Industry Regulatory Authority), no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos miembros.

"BBVA Bancomer, BBVA, y sus sociedades afiliadas, entre las que se encuentra BBVA Global Markets Research están sujetas a la Política Corporativa del Grupo BBVA en el ámbito de los Mercados de Valores. En cada Jurisdicción en la que BBVA desarrolla actividades en los mercados de valores, la Política se complementa con un Reglamento Interno de Conducta el cual complementa a la Política y en conjunto con otros lineamientos se establecen medidas para prevenir y evitar conflictos de intereses con respecto a las recomendaciones emitidas por los analistas entre las que se encuentran la separación de áreas. La Política Corporativa se puede consultar en el sitio: www.bbva.com / Gobierno Corporativo / Conducta en los Mercados de Valores"