

Banca

Reporte Mensual de Banca y Sistema Financiero

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

08 octubre 2021

1. Banca y Sistema Financiero

La recuperación de los saldos de crédito bancario en julio no fue suficiente para generar tasas de crecimiento anuales positivas

En julio de 2021, el saldo nominal de la cartera de [crédito vigente otorgado por la banca comercial](#) al sector privado no financiero (SPNF) cayó 4.0% anual (-9.3% en términos reales). Por tercer mes consecutivo, la contracción de la tasa de crecimiento anual del saldo de la cartera vigente se ha reducido, lo cual reafirma que el total del crédito bancario se encuentra en camino a una recuperación, aunque la magnitud de la misma difiere entre carteras. Las variaciones nominales por agregados que componen el SPNF fueron: empresas, -9.7%; consumo, -0.4%; y vivienda, 9.1%.

En el caso de la cartera de consumo, continúa el repunte en términos nominales de algunos segmentos, así como la disminución en la magnitud de las contracciones en el resto, a excepción del crédito automotriz. Las carteras de crédito para bienes de consumo duradero y crédito de nómina registraron crecimiento nominal, aunque en términos reales ambas continúan en terreno negativo. Los créditos personales y de tarjeta de crédito continúan registrando variaciones anuales negativas, aunque con una significativa reducción en su magnitud.

Para el crédito a empresas, la mejoría en los indicadores de actividad sectorial y de confianza empresarial no ha sido suficiente para generar crecimiento real en el financiamiento de algunas actividades productivas. Aunque el efecto prevaleciente es una contracción de menor magnitud que en meses anteriores, el crédito a algunas actividades productivas presentó en julio una mayor caída, como es el caso del sector minero o a la industria de equipo de transporte. Asimismo, en varios sectores, la tercera ola de contagios pudo retrasar proyectos de inversión ante un panorama incierto en cuanto a la recuperación de la actividad. Aunado a ello, la acumulación de depósitos durante la pandemia por motivos precautorios, así como en el retraso prudencial de proyectos de inversión, podría explicar la inercia en la recuperación del financiamiento de la banca múltiple a las empresas.

La cartera de vivienda muestra mayor dinamismo que en el mes inmediato anterior (MIA) y reafirma su posición como la única cartera que mantiene tasas de crecimiento positivas en términos nominales y reales. La recuperación del empleo ha mostrado variaciones anuales cada vez mayores desde abril de 2021, lo cual apunta a un mediano plazo de crecimiento sostenido en esta cartera.

Al filtrar el impulso nominal que representa la inflación, se observa que las carteras de consumo y empresas continúan contrayéndose, aunque en menor medida que en los últimos meses. En términos generales, el crecimiento observado en los indicadores de actividad económica apunta a una reactivación, los niveles están aún muy por debajo de los anteriores a la crisis sanitaria.

Repunte del empleo y tercera ola de COVID aceleraron el crecimiento de la captación en julio

El crecimiento de la [captación bancaria](#) se aceleró en julio ante los mayores depósitos a la vista tanto de personas físicas, como de empresas. Esta dinámica podría estar asociada a un relevante crecimiento del empleo formal en conjunto con una desaceleración de algunos rubros del consumo tras el repunte de contagios de COVID.

La captación tradicional creció 0.7% nominal (0.1% real) en julio, lo que adicionalmente le permitió registrar su primera tasa de crecimiento anual positiva (0.1% nominal) tras tres meses consecutivos de reducciones. Este crecimiento estuvo nuevamente apoyado en el alza mensual de 1.46% nominal (0.9% real) de la captación a la vista, lo que permitió más que compensar la reducción de 0.9% nominal (-1.5 real) de la captación a plazo.

A pesar de la ausencia de cierre de actividades por parte de las autoridades, los rebotes de COVID-19 no han permitido a los hogares, particularmente, consolidar un patrón de gasto más estable para hacer uso de los saldos líquidos acumulados durante 2020. Si a esto se añade el buen comportamiento del empleo formal en los últimos meses, la situación se torna favorable para una nueva acumulación de depósitos a la vista, sobre todo ante la preferencia por liquidez que siguen mostrando hogares y empresas.

Con base en lo ocurrido a lo largo de la pandemia, es posible afirmar que este nuevo ciclo de acumulación de saldos líquidos podría continuar en el corto plazo. Particularmente en el mes de agosto, en el que se registró un nivel récord de creación de empleo formal para ese mes tras la puesta en vigor de la reforma del outsourcing y ante el punto más alto de la tercera ola de COVID. La magnitud de estos factores podría, en principio, superar el incremento en el gasto que tradicionalmente se observa en el octavo mes del año influido por el regreso a clases.

No obstante, en la medida en que las ganancias del empleo formal se vayan moderando, dada su cercanía con el nivel previo a la pandemia, y la tercera ola de contagios ceda, podríamos observar un fenómeno similar a lo acontecido durante el primer y segundo trimestres del año en que la captación de recursos de la banca se redujo moderadamente a medida que el consumo daba señales de reactivación.

Actualización del balance de riesgos para el Sistema Financiero Mexicano.

El Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero (CESF) publicó la actualización de su [Balance de Riesgos](#). Destaca que la actividad económica mundial continúa recuperándose, aunque a un ritmo menor al anticipado, además de que dicha recuperación ha sido heterogénea entre países y sectores, en un entorno en que la inflación a nivel mundial sigue incrementándose (lo que pudiera acelerar el retiro del estímulo monetario) y los mercados financieros globales muestran una relativa estabilidad, aunque no descartan nuevos episodios de volatilidad.

El CESF considera que para el Sistema Financiero Mexicano persisten riesgos externos relacionados a condiciones financieras globales más restrictivas y volátiles. En cuanto a los riesgos internos, destaca los asociados a un menor dinamismo de la demanda interna y la probabilidad de afectaciones a la prima de riesgo soberano y de Pemex, así como a la calificación crediticia de dicha empresa.

Respecto a la situación del sistema bancario, el comunicado comenta que ha continuado mostrando resiliencia y sólidos niveles de capital y liquidez, sin embargo, aunque la actividad económica se ha ido recuperando, sigue sin

registrarse una reactivación en el otorgamiento del crédito. Por su parte, los intermediarios financieros no bancarios muestran un desempeño mixto en sus indicadores de riesgo, que, debido a su baja participación dentro del sistema financiero, no representan un riesgo de alcance potencialmente sistémico.

Finalmente, el CESF analizó la exposición del sector externo en activos denominados en pesos, señalando que la tenencia de valores gubernamentales ha seguido disminuyendo en los últimos meses, mientras que la tenencia de ese tipo de instrumentos ha aumentado entre algunos intermediarios del sistema financiero.

Liquidación de Accendo Banco, S.A., Institución de Banca Múltiple

El 28 de septiembre de 2021, en un [comunicado conjunto](#), las autoridades financieras notificaron a Accendo Banco, S.A., la revocación de su autorización para organizarse y operar como institución de banca múltiple, debido a que los ajustes a los registros contables que la CNBV requirió a la institución reflejaron un deterioro en los niveles de capitalización, ubicándolos por debajo de los niveles mínimos normativos.

El Instituto para la Protección al Ahorro Bancario (IPAB) actuará como liquidador y realizará el pago de los depósitos y demás operaciones del público que constituyen obligaciones garantizadas. El monto máximo cubierto por el seguro de depósito asciende a 400,000 UDIS (equivalente al 29 de septiembre de 2021 a \$2,769,169,20 pesos). Se estima que se hará un pago a 1,519 depositantes, de los cuales 96% están protegidos por la totalidad de sus ahorros y el 4% restante recibirá un pago hasta por el límite del seguro.

Cabe señalar que la situación de Accendo deriva de incumplimientos normativos que no tienen relación con la coyuntura financiera y económica derivada de la pandemia por Covid-19. Adicionalmente, los activos de dicho banco representan 0.08% del total del sistema, por lo que su liquidación no supone un riesgo para la estabilidad del sistema financiero mexicano en su conjunto.

Crédito a empresas continúa cayendo en todas las regiones durante el 2T21

De acuerdo al [Reporte sobre las Economías Regionales de Banco de México](#)¹, la cartera vigente en la banca comercial de las empresas privadas no financieras presentó una disminución anual real² de 17.7% en el 2T21, una magnitud ligeramente mayor a la de la caída de 17.2% registrada el trimestre previo y acumulando 4 trimestres en terreno negativo. El financiamiento bancario en la región Centro, la cual representa el 55% del crédito, contribuyó con -12.4 de estos -17.6 puntos porcentuales (pp), mientras que -3.7 pp son atribuibles a la región Norte del país, -0.9 pp a la región Centro-Norte, y -0.6 a la región Sur.

La contracción en la intermediación crediticia presentada en el documento incluye el mes de junio, en el cual se observa que la caída en los saldos de crédito durante el 2T21 es de una magnitud mucho mayor al crecimiento que se observó en 2I mismo trimestre de 2020, en tres de las cuatro regiones (que representan el 93% de la cartera),

1: Regionalización en el reporte: el Norte incluye Baja California, Chihuahua, Coahuila, Nuevo León, Sonora y Tamaulipas; el Centro Norte considera Aguascalientes, Baja California Sur, Colima, Durango, Jalisco, Michoacán, Nayarit, San Luis Potosí, Sinaloa y Zacatecas; el Centro lo integran Ciudad de México, Estado de México, Guanajuato, Hidalgo, Morelos, Puebla, Querétaro y Tlaxcala; y el Sur, Campeche, Chiapas, Guerrero, Oaxaca, Quintana Roo, Tabasco, Veracruz y Yucatán.

2: Cabe señalar que la variación real no considera efectos cambiarios.

apuntando a una menor demanda por financiamiento exacerbando el efecto contable que la utilización de líneas de crédito durante el 2T20 pudiese representar.

Durante el 2T21, respecto a la cartera por tipo de actividad, el sector agropecuario de nuevo registró las mayores contracciones en las regiones Centro y Sur del país, con tasas de crecimiento real de -17.3% y -16.3%, respectivamente. En el caso de la región Sur, la disminución en los saldos es incluso mayor que en el 1T21. La cartera vigente a las actividades primarias en la región Centro Norte cayó 4.3%, mientras que, en el Norte, la caída fue de 1.0%, magnitudes de menor caída que las registradas el trimestre anterior.

Similarmente, la mayor contracción en el caso de la industria se registró de nuevo en la región Centro, con una variación anual real de -20.8%, seguida de las regiones Norte (-16.7%), Sur (-11.4%) y Centro Norte (-6.9%), la única región con una caída de menor magnitud que el 1T21. En lo referente a las actividades terciarias, la región Centro experimentó la mayor contracción real anual (-22.1%), seguida de la región Norte (-20.5%). Las disminuciones en la cartera vigente a los servicios en las regiones Centro Norte y Sur fueron de -6.0% y -9.5%, respectivamente.

De acuerdo a nuestro análisis, la recuperación de la actividad aún no se ha traducido en crecimientos generalizados entre sectores y regiones. Lo peor de la crisis sanitaria parece haber pasado, con la reapertura general de actividades en puerta en varias regiones y con una expectativa de recuperación del empleo y los indicadores de consumo. Asimismo, los cuellos de botella en las cadenas de suministro globales parecen haber comenzado a desatascarse. Sin embargo, para impulsar al mercado de crédito a empresas es menester fomentar un ambiente de certidumbre para la reactivación de los flujos de inversión en complemento a la actual expectativa de mayores ingresos. La inercia en la recuperación de la demanda de crédito podría estar en gran medida explicada por una demanda aún deprimida, tanto por la renuencia a dirigir capitales hacia proyectos de inversión, como por el posible sustituto al financiamiento que representan los saldos acumulados en depósitos a plazo durante la crisis sanitaria.

Los programas de apoyo a la banca y sus deudores parecen haber sido efectivos para evitar una crisis crediticia: BIS Quarterly

En su más reciente [Quarterly Review](#) el Banco Internacional de Pagos (BIS por sus siglas en inglés) realiza una revisión de los efectos de los programas de apoyo al flujo de crédito bancario durante y de manera posterior a la pandemia. En particular, evalúa los programas destinados a incrementar la capacidad de crédito de los bancos, mediante el fortalecimiento de su capital y liquidez, y aquellos que proporcionaron incentivos a los bancos para incrementar su crédito, mediante la mejora de la relación riesgo-rendimiento del otorgamiento de nuevo crédito.

En lo que respecta al fortalecimiento de la capacidad de crédito bancario, la evaluación consiste en cuantificar si aquellos bancos que expandieron su capacidad de su balance por encima de sus pares, medido por el cambio en el capital respecto a los activos ponderados por riesgo y el cambio en la razón de provisiones por pérdidas crediticias a activos totales, también experimentaron un mayor crecimiento del crédito.

Mediante un análisis de regresión el BIS concluye que ante un incremento de 1.4% del capital como proporción de los activos ponderados por riesgo de 2019 estuvo asociado con un incremento de 3.3% en la tasa de crecimiento anual del crédito durante 2020. Es relevante señalar que este efecto tuvo mayor intensidad durante el primer trimestre de 2020, pero se mantuvo el resto del año.

Adicionalmente, el análisis de regresión permite concluir que menores incrementos en la razón de provisiones por pérdidas crediticias a activos totales están asociados a mayores incrementos del crédito. En específico, los bancos con incrementos en la media de la distribución experimentaron un crecimiento del crédito de 2.2 puntos porcentuales en términos anuales con respecto a los bancos en el percentil 75 de la distribución.

En lo que respecta a los programas para incrementar el crédito otorgado mediante la influencia de la relación entre riesgo-rendimiento de los nuevos créditos, principalmente mediante garantías, el BIS concluye que en aquellos países donde los programas de garantías anunciadas fueron mayores el crédito creció más rápido. Este efecto fue más notorio entre el tercer trimestre de 2020 y el primer trimestre de 2021. Adicionalmente, el documento encuentra que las PYMEs de los sectores más afectados por el COVID fueron más propensos a expandir sus créditos con vencimiento mayor a un año en aquellos países donde los programas de garantías fueron más generosos.

En suma, a pesar de la gran variedad de medidas, así como de montos y duraciones de los programas de apoyo, el BIS concluye que los programas de apoyo a los bancos y a sus acreditados parecen haber sido efectivos para amortiguar los efectos de la pandemia y para evitar una crisis crediticia

2. Mercados Financieros

Alza en tasas de interés y pérdidas en los mercados accionarios ante la expectativa de inflación elevada por un mayor tiempo

Para los mercados financieros el mes de septiembre trajo consigo un ajuste a los supuestos que sostienen la narrativa actual, además de la incorporación de mayores riesgos globales, todo lo cual resultó en una relevante reducción de los precios de los activos de riesgo.

El ajuste a los supuestos vino por el lado de la inflación. En los últimos meses el consenso de los analistas del mercado se ha alineado con la postura de la FED en torno a que el reciente incremento en precios es de naturaleza transitoria. No obstante, hacia la última semana de septiembre, los presidentes de los principales bancos centrales de países desarrollados dejaron en claro que esta “transitoriedad” será más prolongada y que los elevados niveles de inflación se mantendrán más tiempo de lo que se había anticipado anteriormente.

Si a esto se suma que las perspectivas sobre el alza de la Tasa de Fondos Federales, si bien aún lejanas, se adelantó de acuerdo con las recientes proyecciones de los integrantes del Comité de Mercado Abierto (FOMC) de la FED, no es de extrañarse el incremento en la pendiente de la curva de rendimientos de bonos norteamericanos.

La incorporación de mayores riesgos globales tuvo al sector inmobiliario chino como protagonista. Los temores de impago por parte del desarrollador inmobiliario Evergrande y su posible contagio al resto de los mercados desataron episodios de aversión al riesgo la semana del 20 de septiembre. Si bien los efectos se limitaron a estos episodios, quedó en claro que las consecuencias de las recientes disposiciones regulatorias sobre diversos sectores de la economía China no están del todo incorporadas en los precios de los activos financieros.

El principal movimiento tras los ajustes a la narrativa en términos de inflación fue el incremento de las tasas de interés de largo plazo en la curva norteamericana. El rendimiento a vencimiento del bono del Tesoro a 10 años se incrementó en 18.0 puntos base (pb), con lo cual cerró septiembre en 1.5%, su mayor nivel desde junio.

Los cambios en las proyecciones de la FED y el anuncio del inicio del Tapering para finales de este año influyeron en un incremento de la parte corta de la curva que llevó al rendimiento a vencimiento del bono del Tesoro a 2 años a incrementarse en 7 pb. Con esto la pendiente de la curva de rendimiento (10Y-2Y) cerró el noveno mes del año en 1.2%, su mayor nivel desde junio.

En México, los episodios de aversión al riesgo y la revisión al alza de los pronósticos de inflación de Banxico, luego de que se observaran datos que continúan ubicándose por encima de lo esperado, influyeron en un incremento de 40pb de la tasa de rendimiento del Mbono a 10 años durante el mes de septiembre. Con ello este indicador cerró el mes en cuestión en 7.4%, su mayor nivel desde marzo de 2020.

La incorporación de riesgos y ajustes a la narrativa se reflejó, a su vez, en pérdidas para los mercados accionarios. En el caso de los índices norteamericanos, el S&P500 registró una caída de 4.8% en septiembre, su primera caída mensual desde enero y la de mayor magnitud desde marzo de 2020. El índice Nasdaq 100, que agrupa a las principales empresas tecnológicas, retrocedió 5.3% en septiembre, mientras que el Russell 2000, compuesto por empresas de baja capitalización, cayó 3.1%. Estos movimientos dan cuenta de la mayor sensibilidad de las acciones de empresas tecnológicas a las variaciones en las tasas de interés de largo plazo comentados anteriormente.

Para los benchmarks accionarios a nivel global (MSCI World) y de países emergentes (MSCI EM) las pérdidas en septiembre fueron de 4.3 y 4.2%, respectivamente, mientras que el IPyC de la BMV tuvo pérdidas de 3.6% en el mismo periodo.

Los episodios de aversión al riesgo, el cambio en las perspectivas del FOMC y, en general, un mayor rendimiento esperado en términos reales de los instrumentos norteamericanos, influyeron en un fortalecimiento generalizado del dólar. En el mes de septiembre, la moneda norteamericana tuvo ganancias de 1.7 y 2.9% frente a las divisas de países desarrollados y emergentes, respectivamente. El peso mexicano se depreció 2.8% respecto al dólar, con lo cual el tipo de cambio cerró septiembre en 20.6 pesos por dólar, su mayor nivel desde marzo pasado. Esta depreciación lo ubicó como la octava divisa con la mayor depreciación dentro del conjunto de monedas emergentes.

El incremento de los precios de los energéticos prácticamente determinó un incremento de 5.8% para el benchmark de materias primas (S&P GSCI) en septiembre. Esto, puesto que el de los energéticos fue el único componente que registró incrementos en este periodo, si bien estos fueron del orden de 11.0%. Esto como consecuencia de significativas alzas de precios en productos como el gas y el petróleo, que en el caso del Brent se incrementó en 7.6% en el noveno mes del año y prácticamente alcanzó los USD 80 por barril por primera vez desde 2018. En el caso de la mezcla mexicana de petróleo, el precio del barril ya superó los USD 70, tras un incremento de 7.9% en septiembre.

La presencia de cuellos de botella en diferentes sectores de la economía global en el contexto de la pandemia, añaden un relevante componente de incertidumbre en la dinámica de los precios. Al momento la expectativa generalizada es que estos son de naturaleza transitoria. No obstante, mientras más tiempo se mantenga en niveles elevados la inflación, este consenso podría ponerse en duda, lo que podría poner en precio movimientos anticipados de las tasas de interés de corto plazo, el elemento más relevante en la valuación actual de los activos.

Habrá que esperar aún varios meses para tener un veredicto en cuanto a la naturaleza del crecimiento de los precios. Mientras tanto, el mes de septiembre pudo ser una muestra de los movimientos en los mercados financieros para el último trimestre del año.

3. Regulación

Publicaciones en el DOF

[22.09](#) Banxico publicó la Circular 6/2021 modificatoria de las Reglas sobre las operaciones de préstamo de valores. En la publicación se ajustan definiciones y se precisa la redacción de la regla, incluyendo la posibilidad de utilizar títulos que no cuenten con una calificación a escala local. Entre otros, la regla incorpora a las instituciones de seguros y de fianzas como prestamistas, así como a la CNSF como autoridad; prevé la posibilidad de que las operaciones se compensen y liquiden en Contrapartes Centrales de Valores; reconoce los contratos marco aprobados por la *Securities Industry and Financial Markets Association* (SIFMA) e *International Securities Lending Association* (ISLA); establece detalladamente las características de las garantías a constituir (prenda, prenda bursátil, fideicomiso de garantía o administración y pago o prenda sobre depósito bancario), previendo asimismo que dichas garantías incorporen un factor de ajuste, cuya metodología deberá observar los requisitos señalados en la regla.

[23.09](#) La CNBV modificó las Disposiciones de Carácter General aplicables a las Instituciones de Crédito en materia de comisionistas. Se incluyen precisiones y ampliación de servicios exentos del régimen previsto en la regla; se flexibiliza la contratación de corresponsales para la compraventa de dólares. Se detalla el procedimiento a seguir en caso de pretender realizar operaciones adicionales a las autorizadas en su plan estratégico o introducir una nueva tecnología para operar con sus comisionistas, añadiéndose que las instituciones deberán presentar un Formato de Certificación de Corresponsales, con información de pruebas preoperativas relevantes y se elimina el listado de entidades impedidas de actuar como comisionistas (centros cambiarios, casas de empeño no relacionadas y casas de bolsa). Adicionalmente, se suprime el periodo de 12 meses requerido para contratar con comisionistas que se hubieren desempeñado como corresponsales exclusivos de alguna otra institución.

[23.09](#) La CNBV realizó ajustes a la "Resolución que modifica las Disposiciones de Carácter General aplicables a las instituciones de crédito", publicada el 13 de marzo de 2020, para permitir a las instituciones de crédito la posibilidad de optar por empezar a utilizar la tasa de interés efectiva a partir del 1 de enero de 2022; o bien, continuar utilizando la tasa contractual durante todo el ejercicio 2022, lo cual deberá ser revelado en sus estados financieros trimestrales y anuales, así como notificado a la CNBV antes de que finalice el 2021.

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"