

**Banca**

# Recuperación diferenciada del crédito y la captación ante mayor empleo formal y moderación de la pandemia en octubre

Iván Martínez Urquijo / Gerónimo Ugarte Bedwell / Mariana A. Torán Flores

**22 diciembre 2021**

La reducción de casos de COVID-19 durante octubre parece haber influido en un heterogéneo impulso al crédito, mientras que la relevante alza del empleo formal y el ciclo de tensionamiento monetario se reflejaron en un incipiente cambio de tendencia de la captación a plazo.

Los datos de actividad económica señalan una expectativa de recuperación durante el mes de octubre (Indicador Oportuno de la Actividad Económica), principalmente impulsada por el crecimiento del sector servicios. Estos indicios de mayor demanda, ante el final de la tercera ola de COVID, influyeron positivamente tanto en la captación a la vista, como en el crédito a algunas empresas (i.e. sector hoteles y restaurantes). No obstante, el impulso no fue suficiente para detener la caída mensual del crédito de tarjetas, que también pudo comenzar a sentir los efectos adversos de la elevada inflación.

Otros componentes del crédito al consumo (i.e. nóminas), así como la captación a la vista de personas físicas, se vieron influidas positivamente por el continuo y acelerado crecimiento del empleo formal, que ya en octubre superó el nivel de inscritos en el IMSS registrado en febrero de 2020.

Adicionalmente, el ciclo de tensionamiento monetario, así como la expectativa de que la inflación comience a caer a partir del segundo trimestre de 2022, parecen haber influido para que las empresas reactiven su demanda de depósitos a plazo, algo prácticamente inexistente durante más de un año.

De esta manera, la pandemia y las reformas gubernamentales (i.e. *outsourcing*) mantienen condiciones económicas poco usuales que influyen en el comportamiento del crédito y la captación bancarias. Hacia delante es muy probable que esta influencia se mantenga e incluso pueda exacerbarse. Sobre todo, ante la aparición de la variante Ómicron que podría traer consigo nuevas, aunque moderadas, restricciones gubernamentales, además de un entorno de mayor inflación, podrían reflejarse en una moderación del consumo por parte de hogares y empresas.

## **Crédito al SPNF creció 0.2% en octubre, tras 11 meses de contracciones nominales.**

En octubre de 2021, el saldo nominal de la cartera de crédito vigente otorgado por la banca comercial al sector privado no financiero (SPNF) creció 0.2% en términos nominales, constituyendo el primer mes con una variación anual positiva desde noviembre de 2020. Sin embargo, parte de este resultado se debe al efecto de la mayor inflación registrada durante el período, ya que, en términos reales, la cartera presentó una caída de -5.7% anual.

La magnitud real de la disminución se ha atenuado desde mayo de 2021, tanto en el total del crédito al SPNF, como en las carteras de consumo y empresas. En el caso del crédito al consumo, el crecimiento anual de los

saldos nominales fue de 1.4% (-4.5% real), mientras que los saldos a empresas se contrajeron -3.7% (-9.4% real). Por su parte, la cartera a la vivienda registró un crecimiento nominal anual de 9.6% (3.2% real). Como resultado de este desempeño, las contribuciones al crecimiento nominal de 0.2% puntos porcentuales (pp) del crédito bancario al SPNF fueron (en orden descendente): vivienda, 2.0 pp; consumo, 0.3 pp; y empresas, -2.2 pp.

Respecto a la cartera de consumo, los segmentos de tarjetas de crédito y bienes de consumo duradero presentaron un peor desempeño (ya sea con una mayor caída o un menor crecimiento) que el mes inmediato anterior (MIA), mientras que los créditos de nómina y personales mejoraron su desempeño, impulsando el crecimiento nominal de la cartera. La mejoría en los indicadores de empleo podría explicar parcialmente el crecimiento observado de estos últimos segmentos.

En el caso de la cartera de crédito empresarial, la contracción en los saldos reales es generalizada, con caídas interanuales en todos los sectores, aunque existen actividades como la agropecuaria, algunos subsectores manufactureros y los servicios de transporte, de alojamiento y profesionales, cuyos saldos de crédito bancario presentan ya una variación interanual positiva. Adicionalmente, el análisis de las tasas de crecimiento mensuales muestra crecimientos nominales y reales en diversos sectores, lo que apunta hacia una reactivación de la demanda por financiamiento, si bien con una marcada heterogeneidad en la recuperación entre las distintas actividades, como se ha observado en los últimos meses. La tendencia de los indicadores de confianza empresarial señala una eventual recuperación de la demanda de crédito por parte de las empresas, aunque ésta podría atenuarse en la medida en que aún existen potenciales sustitutos al financiamiento bancario, como son los depósitos a plazo acumulados por las empresas durante la crisis sanitaria.

La cartera de vivienda, a pesar de mantener tasas de crecimiento positivas en términos nominales y reales, registra en octubre, por segundo mes consecutivo, una desaceleración en términos reales, posiblemente como resultado de las afectaciones al empleo formal durante la crisis sanitaria en 2020.

Los saldos al décimo mes del año confirman que la cartera empresarial aún tiene camino por recorrer para alcanzar crecimientos en términos reales, mientras que las carteras de vivienda y consumo muestran un mayor dinamismo, aunque con alta heterogeneidad entre segmentos, en el caso de esta última. En términos anuales, la tasa de crecimiento nominal positiva del crédito al SPNF implica una caída real cuya magnitud continúa disminuyendo por sexto mes consecutivo, reflejando una lenta reactivación de la demanda por financiamiento bancario.

## **El financiamiento a empresas presentó un mejor desempeño para casi todas las actividades productivas.**

La contracción de la cartera de crédito a empresas continuó reduciendo su magnitud en octubre, al registrar una variación anual nominal de -3.7% (-9.4% real), significativamente menor a la del mes inmediato anterior MIA, cuando la disminución fue de -6.6% nominal, y con lo que se acumulan 12 meses consecutivos de caídas anuales nominales (14 en términos reales). En cuanto a la variación mensual, en el décimo mes de 2021 la variación fue de 0.8% (-0.1% real), el segundo mes consecutivo con una mejoría nominal en el desempeño de la cartera empresarial en su conjunto.

En cuanto a la composición por monedas del crédito empresarial vigente, el saldo en moneda nacional (78.4% del saldo vigente total) presentó una caída de -2.1%, mientras que para el saldo en moneda extranjera la disminución fue de -9.1%. Es importante mencionar que la apreciación interanual del tipo de cambio pronuncia la caída de los saldos denominados en moneda extranjera, ante una apreciación interanual de 3.4% durante el mes de octubre. Es decir, -0.8 pp de la contracción observada (20.3% del total) están asociados a este efecto contable.

Por actividad económica, se registró una caída anual nominal de -6.0% (-11.5% real) de los saldos de crédito al sector comercio, lo cual implica una reducción de 0.4 puntos porcentuales (pp) en comparación con la participación en octubre de 2020. El **crédito al sector comercio** posee una estrecha relación con el consumo privado, cuyos indicadores muestran una reactivación continua desde marzo de 2021 a tasa anual, aunque con una desaceleración desde el mes de junio hasta agosto (último dato disponible), pudiendo mitigar el crecimiento de los ingresos empresariales y, en cierta medida, de su demanda por financiamiento bancario. No obstante, en términos interanuales, las ventas de establecimientos comerciales registraron crecimientos nominales de doble dígito durante septiembre y octubre, lo cual impulsaría una mayor demanda por financiamiento que, en el mediano plazo, se refleje en una variación anual positiva para dicha cartera.

En el caso del saldo de **crédito vigente al sector manufacturero**, se registró una caída nominal de -5.9% (-11.5% real). En términos anuales, el financiamiento acumula nueve meses de contracción interanual en todos los subsectores manufactureros. Sin embargo, una alta heterogeneidad en el desempeño por subsector está presente si se analizan las variaciones mensuales. Durante octubre, los saldos nominales de las industrias de alimentos y bebidas y de equipo de transporte crecieron 2.8% (2.0% real) y 3.5% (2.6% real), respectivamente. Por el contrario, las carteras a los demás subsectores presentaron caídas, tanto en términos reales, como nominales. Los cuellos de botella en la cadena de suministros a nivel global aún podrían explicar parcialmente la atonía observada en la demanda por financiamiento del sector manufacturero.

Durante el décimo mes del año, el **crédito al sector construcción** presentó una caída anual en los saldos nominales vigentes de -4.3% (-9.9% real), acumulando seis meses con una reducción en la magnitud de la contracción anual nominal, aunque, si se filtra el efecto de la inflación, se observa que los meses de septiembre y octubre presentaron caídas de -10.0% y -9.9%, respectivamente, de mayor magnitud que la contracción real de -9.7% registrada durante agosto. En términos mensuales, los saldos nominales vigentes del sector construcción cayeron -0.3% (-1.1% real).

Respecto a la minería, la variación nominal anual de los saldos vigentes fue de -13.1% (-18.2% real) durante octubre, mientras que el sector de generación, transmisión y distribución de electricidad, agua y gas registró una contracción nominal anual de -11.1% (-16.4% real). En términos mensuales, la cartera a la minería creció 1.7% nominal (0.8% real), mientras que los saldos de la industria de electricidad, agua y gas presentaron una contracción nominal de -1.1% (-1.9% real).

Por su parte, los saldos nominales de crédito al sector agropecuario registraron un crecimiento anual de 4.2% (-2.0% real) durante octubre. En términos mensuales, el crecimiento nominal de la cartera vigente al sector agropecuario fue de 2.2% (1.4% real).

Dentro del **crédito a los servicios**, la cartera al sector de hoteles y restaurantes presentó en octubre un crecimiento nominal anual de 2.4% (-3.6% real), la primera variación nominal anual positiva desde marzo de 2021. En variaciones mensuales, los saldos nominales vigentes del sector presentaron un crecimiento de 1.1% (0.3% real), posiblemente ante una mejoría en las expectativas de ingresos del sector durante un período de reducción en las tasas de contagios y reapertura generalizada de actividades económicas en la mayoría del país.

El índice de morosidad (IMOR) de la cartera empresarial en octubre de 2021 fue 1.8%, menor al del MIA, aunque mayor al 1.7% observado en octubre de 2020. En general, se observa una lenta recuperación del crédito a empresas. La disponibilidad de los recursos acumulados por las empresas durante la crisis sanitaria podría estar generando un rezago en la reactivación de la demanda por financiamiento en este segmento.

## Crédito al consumo presenta crecimientos anuales nominales, aunque el desempeño es mixto por segmentos.

El saldo nominal del crédito vigente de la banca comercial al consumo en octubre de 2021 presentó un crecimiento anual de 1.4% (0.9% en el MIA y -7.3% en octubre de 2020), lo que representa el segundo mes con variaciones nominales en terreno positivo para esta cartera. En términos reales, la caída se moderó y durante el décimo mes del año fue de -4.5%. A pesar de esta mejora relativa en su comparación interanual el crédito al consumo tuvo un crecimiento nulo en términos nominales durante octubre, (equivalente a una caída de -0.8% real), con un desempeño mixto de los segmentos que integran esta cartera.

En el décimo mes del año, el **crédito otorgado a través de tarjetas** (35.8% del total del crédito al consumo) registró una variación anual nominal de -1.4% (-7.1% real), un retroceso adicional en la recuperación de dicho segmento, que acumula ya 19 meses en terreno negativo. Adicionalmente, la variación mensual de esta cartera registró una caída de -1.6%, el primer mes en terreno negativo desde abril de 2021. De acuerdo con los últimos datos observados en el indicador de consumo privado en el mercado interno, se observa una desaceleración, una tendencia que es consistente también con la caída de mayor magnitud en el segmento. Los saldos nominales de crédito a través de tarjetas aún se encuentran 17.5% por debajo de los niveles registrados en febrero de 2020, previo a la crisis sanitaria.

En el caso del saldo vigente de los **créditos de nómina**, se registró un crecimiento anual nominal de 5.9% (-0.3% real), mayor al registrado el mes previo (4.5%) y acumulando 5 meses en terreno positivo, en tanto el saldo vigente de los **créditos personales** mostró una mejoría, al registrar una variación anual de -2.5% (-8.3% real), caída de menor magnitud en comparación con la registrada en el MIA (-3.8%). La tendencia de recuperación en ambas carteras, ya sea por un mayor crecimiento o una menor contracción, contribuyen a la mejoría en el desempeño de la cartera de consumo. El dinamismo del empleo formal está estrechamente relacionado con el desempeño de estas carteras. En particular, la variación anual en el número de trabajadores asegurados en el Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS) fue de 4.3% en octubre, la segunda en magnitud después del 4.5% registrado el MIA.

Respecto al **crédito para la adquisición de bienes de consumo duradero (ABCD)**, la cartera vigente registró una variación nominal anual de 1.0% (-5.0% real), continuando la desaceleración que ha presentado desde julio de 2021. Adicionalmente, el crecimiento real anual de esta cartera acumula ya 16 meses en terreno negativo. Dentro de esta cartera, el crédito destinado a la adquisición de bienes muebles registró un crecimiento nominal de 27.6%, lo cual no fue suficiente para compensar la contracción que se observó en el **crédito automotriz** y generar crecimiento del segmento en términos reales. La cartera automotriz, que representa 14.4% del saldo de la cartera vigente al consumo, registró en octubre una caída nominal anual de 2.2% (-7.9% real), una contracción de magnitud similar a la observada el MIA. Lo anterior es consistente con la caída anual de -13.8% en el número de automóviles vendidos durante octubre de 2021.

En cuanto a la **morosidad** de la cartera de consumo, ésta exhibió un IMOR de 3.4% en octubre de 2021 (3.4% en el MIA y 4.0% en octubre de 2020). La morosidad más alta se encuentra en el segmento de bienes muebles (6.7%), seguido de los créditos personales (5.4%). La cartera de adquisición de bienes muebles acumula ya siete meses con aumentos del IMOR, lo cual generó un incremento marginal en la morosidad del crédito para la adquisición de bienes de consumo duradero, cartera que registró una morosidad de 3.0%.

## **El crédito hipotecario continúa creciendo, aunque con una desaceleración en términos reales.**

En agosto de 2021, el crecimiento nominal anual del saldo de la cartera de crédito vigente otorgado por la banca comercial a la vivienda fue de 9.6% (3.2% real). Este crecimiento nominal fue mayor al del MIA (9.5%), así como al de agosto de 2020 (8.9%). No obstante, en términos reales, la cartera presenta una desaceleración por segundo mes consecutivo.

El financiamiento a la vivienda ha mostrado una variación anual positiva desde el inicio de la pandemia, tanto en términos nominales como reales. El punto más bajo en el crecimiento real se registró en mayo de 2021 (2.7%), con una posterior recuperación que llegó hasta 3.6% en agosto para volver a desacelerarse en septiembre y agosto. Dicha desaceleración se debe principalmente al crédito otorgado para el segmento de vivienda media / residencial, el cual representa 95.3% de los saldos de la cartera. Por su parte, el financiamiento para vivienda de interés social, registró en octubre una contracción nominal anual de -11.3% (-16.5% real).

En el mediano plazo, el efecto de un ajuste al alza en las tasas de interés de largo plazo y el efecto rezagado del empleo en la cartera de vivienda podría limitar su dinamismo. Adicionalmente, si el poder adquisitivo de los hogares se ve afectado por la persistencia inflacionaria, podría observarse una menor demanda por este tipo de financiamiento.

Al cierre de octubre de 2021, la morosidad de la cartera de vivienda se ubicó en 3.3%, menor al del MIA, pero 24pb por encima del observado en octubre de 2020. El IMOR de la cartera a la vivienda media / residencial fue de 3.2%, mientras que el del financiamiento a la vivienda de interés social fue de 5.2%. Ambos segmentos registraron disminuciones en la morosidad respecto al MIA.

## **Captación del sector privado al alza en octubre impulsada por el empleo y el ciclo de alza de tasas.**

Durante el mes de octubre, la captación tradicional del sector privado creció tanto en su segmento a la vista, como en su segmento a plazo en términos reales. No obstante, la reducción de la captación por parte de Otros Intermediarios Financieros (OIFs), así como del sector público, se reflejó en un estancamiento mensual (0.0%) en términos reales para la captación tradicional total.

El crecimiento de la captación del sector privado en ambos segmentos es sin duda el elemento más relevante, dado que esta es apenas la segunda vez que se presenta una situación similar en los últimos 19 meses. Eso puede ser producto de una inesperada combinación de condiciones macroeconómicas como consecuencia de la pandemia, las cuales afectan de manera diferenciada las decisiones de ahorro de los hogares y las empresas.

Por un lado, el crecimiento de la captación a la vista de empresas en octubre (0.2% real, 1.0% nominal) fue significativo, pues se situó en el percentil 75 de la distribución del crecimiento mensual para este segmento en un décimo mes, durante los últimos 15 años. Por su parte, el crecimiento de la captación a la vista de personas físicas en octubre (0.3% real, 1.2% nominal) fue aún más vigoroso, pues se ubicó en el percentil 90 de la distribución del crecimiento mensual para este segmento en un décimo mes, durante los últimos 15 años.

En términos anuales, la captación a la vista de empresas tuvo un crecimiento real de 6.8% (nominal 13.5%), mientras que la captación a la vista de personas físicas creció 3.9% real (nominal 10.4%), cifras que denotan la solidez de la captación a la vista, sobre todo si se considera que el resto de los segmentos muestra tasas reales negativas en términos anuales.

La fortaleza de ambos segmentos al interior de la captación a la vista en términos mensuales llama la atención, dado el contexto de reducción de los casos de COVID-19 y de crecimiento de 2.0% real mensual del sector servicios, de acuerdo con el Indicador Oportuno de la Actividad Económica para el mes de octubre de 2021. Ante este contexto podría haberse esperado sí un crecimiento de la captación de empresas, dada una posible mejoría en el consumo, mas no un nuevo incremento tan vigoroso de la captación a la vista de personas físicas.

Una posible explicación de este comportamiento se encuentra en el mercado laboral. El continuo fortalecimiento del empleo IMSS, apoyado en la reforma del *outsourcing*, sin duda ha sido un factor que ha influido positivamente en la captación a la vista. De hecho, en el mes de octubre se logró superar el nivel de empleo formal que se tenía antes de la pandemia, tras un crecimiento mensual de trabajadores inscritos en el IMSS de 0.84%. En términos anuales el crecimiento de octubre fue de 4.3%, con lo cual suman cuatro meses consecutivos con tasas por encima del 4.0%, algo no visto desde agosto de 2018.

En otras palabras, el significativo incremento del empleo formal en los últimos meses podría haber más que compensado el uso de recursos de las personas físicas durante el mes de octubre.

Por otro lado, en octubre, la captación a plazo de empresas ligó su tercer mes consecutivo con tasas de crecimiento positivas, patrón no observado desde abril de 2020. De hecho, la tasa de crecimiento mensual de este segmento fue mayor de lo que se hubiera esperado para un mes de octubre, dados los datos históricos, pues la magnitud de esta tasa de crecimiento se ubicó por encima de la mediana de los últimos 15 años.

El incremento de la inflación y el ciclo de tensionamiento monetario podrían estar detrás de estas alzas. Ante la expectativa de que la inflación podría ceder a partir del segundo trimestre del 2022, las empresas podrían estar apostando a un posible rendimiento real positivo hacia la segunda parte del próximo año.

No obstante, el incremento en tasas de interés, este incentivo para ahorrar a plazo no parece ser suficiente aún para las personas físicas, pues ligaron su décimo octava tasa de crecimiento mensual negativa en términos reales. Esta vez la magnitud fue de -0.5% mensual, lo que la sitúa como una caída por debajo de la mediana para los meses de octubre en los últimos 15 años.

A tasa anual la captación a plazo registró una caída de -14.4% en términos reales (-9.0% nominal) en octubre, su décimo quinta caída consecutiva, aunque, por cuarto mes en fila, la magnitud de esta se redujo. La debilidad del segmento de plazo provino de todos sus componentes, pues tanto hogares, empresas, sector público, y OIFs registraron tasas de crecimiento anual negativas de doble dígito en términos reales.

En particular, la tasa anual en términos reales de la captación a plazo de personas físicas fue de -10.9% (-5.3% nominal), mientras que la de empresas se ubicó en -10.0 (-4.4% nominal). Es relevante señalar que la magnitud de ambas tasas se ha reducido consistentemente durante los últimos cuatro meses

## 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](http://www.bbva.com) / Gobierno Corporativo / Conducta en los Mercados de Valores"**