

Situación Banca México

Agosto 2023



El crecimiento del crédito bancario a hogares se acelera durante el primer semestre de 2023

Los primeros seis meses de 2023 se distinguieron por datos de actividad económica y empleo por encima de lo esperado, en un contexto de tasas de interés elevadas y una inflación con tendencia a la baja. En consecuencia, se han reducido las expectativas de una recesión económica, lo que ha favorecido el consumo de bienes y servicios.

En este entorno, se pueden distinguir dos principales tendencias en la intermediación bancaria: Primero, un crecimiento sólido y sostenido del crédito al consumo, el cual ha permitido que el saldo otorgado ya supere los niveles prepandemia. Segundo, una continua recomposición de las fuentes internas de financiamiento hacia instrumentos de mayor rentabilidad, ante la posibilidad de que las tasas de interés permanezcan en niveles elevados por mayor tiempo al anticipado.

Después de alcanzar su nivel mínimo de los últimos ocho años en 2020, el flujo de financiamiento al sector privado se ha incrementado 2.1 puntos porcentuales (pp) del PIB para cerrar el 1T de 2023 en un nivel de 2.8% del PIB, ligeramente por debajo del 3.1% promedio registrado entre 2010 y 2018.

Esta recuperación del financiamiento al sector privado ha estado apoyada en el mayor flujo de financiamiento a los hogares, a tal punto que este flujo ha representado más de la mitad del financiamiento total desde 2020. De hecho y a diferencia del crédito a empresas que no ha recuperado su nivel prepandemia, en junio de 2023 el saldo promedio de crédito otorgado por la banca comercial a los hogares fue 8.5% mayor en términos reales (excluyendo la inflación) a lo observado en febrero de 2020.

Detrás del mayor flujo de financiamiento a hogares ha estado el crecimiento del crédito al consumo, que en la primera mitad de 2023 representó 2.4 de los 6.1 puntos porcentuales que creció, en promedio, el crédito al Sector Privado No Financiero (SPNF). Esto aun cuando el crédito al consumo sólo representó el 23 por ciento del saldo durante el período mencionado.

El relevante crecimiento del crédito al consumo, que alcanzó 12.6% anual en términos reales en junio de 2023, ha estado sustentado en un crecimiento por encima de lo esperado tanto de los salarios reales, como del empleo formal.

Al interior del crédito al consumo, el segmento de tarjeta de crédito ha sido el principal motor de crecimiento. Durante el primer semestre de 2023 el crédito vía tarjeta contribuyó con 5.4 de los 10.7 puntos porcentuales de crecimiento promedio anual en términos reales (excluyendo la inflación) del crédito al consumo total. Esto, tras una aceleración en su crecimiento que llevó al segmento de tarjeta de crédito a cerrar el semestre con un alza a tasa anual de 16.8% real, un ritmo mayor en 4.4 puntos porcentuales respecto a diciembre de 2022.

Por su parte, el crédito a la vivienda también ha tendido a acelerarse, aunque a menor ritmo. El crecimiento anual promedio durante la primera mitad de 2023 en términos reales fue de 4.6%, el mayor en cinco semestres, a pesar de una ligera alza de la tasa de interés. La estabilidad del crecimiento, aunada a que este segmento fue el único con crecimiento real positivo en 2020, le ha permitido incrementar su participación en el saldo del crédito total al SPNF hasta 23.0%, luego de que en 2019 fuera de 19.0%.

La continua recomposición de las fuentes de financiamiento, segunda tendencia a destacar de la intermediación, se intensificó en 2023 y se mantiene caracterizada por una menor tenencia de recursos líquidos, sobre todo de hogares, en favor de instrumentos con un mayor rendimiento (v.gr. depósitos a plazo y fondos de inversión de deuda) ante un contexto de elevadas tasas de interés y un crecimiento económico por encima de lo esperado.

De hecho, de acuerdo con cifras de Banxico, el flujo anual de billetes y monedas, así como de depósitos de exigibilidad inmediata de residentes, se redujo entre el 4T de 2021 y el 1T de 2023 de 2.8 a 1.3% del PIB. Mientras tanto, los flujos de captación a plazo y en fondos de inversión de deuda de residentes se incrementaron de 1.2 a 2.6% del PIB en el mismo período.

Esto se confirma al observar la divergencia entre las trayectorias de crecimiento de los componentes de la captación bancaria tradicional. El crecimiento anual en términos reales (descontando inflación y el efecto cambiario) de la captación a la vista entre junio de 2022 y de 2023 pasó de 2.6 a -0.2%, mientras que el de la captación a plazo pasó de 0.5 a 10.4% en el mismo período. De esta manera, la captación bancaria tradicional cerró la primera mitad de 2023 con un crecimiento real anual de 3.3% (vs 1.9% en junio de 2022).

En cuanto al uso de los flujos de financiamiento, el sector público se consolida como el principal usuario con más del 50% del flujo total, mientras que, como ya se mencionó, el sector privado ha registrado una recuperación de la mano de los hogares. El componente más débil continúa siendo el del financiamiento a empresas, cuyo flujo anual en términos de PIB durante el 1T de 2023 estuvo 0.5% por debajo del promedio registrado entre 2010 y 2018. Este tipo de financiamiento es el más sensible a los aumentos en las tasas de interés.

En suma, las cifras por encima de lo esperado del empleo y de la actividad económica en su conjunto durante la primera mitad de 2023, han favorecido el consumo privado y, con ello, han apoyado el crecimiento del crédito a los hogares, particularmente a través de tarjetas de crédito y créditos de nómina.

Hacia delante, el escenario más probable apunta a un crecimiento económico más vigoroso y niveles de tasas de interés que podrían mantenerse elevados por mayor tiempo. En consecuencia, podría esperarse que se mantenga la tendencia positiva del crédito a los hogares, particularmente del crédito al consumo. No obstante, se puede anticipar un dinamismo más moderado tanto porque los hogares ya han comprometido parte de su capacidad de pago como porque no se espera una reducción rápida en los costos del financiamiento.

Adicionalmente, este escenario favorecería una continuación de la tendencia de recomposición entre las fuentes de financiamiento que se ha observado hasta el momento, lo que podría exacerbar la escasez de recursos a bajo costo en el sistema bancario.

Financiamiento de la banca mantiene su dinamismo con niveles holgados de solvencia y liquidez

El sector bancario mexicano continuó mostrando al cierre del primer semestre de 2023 (1S23) niveles holgados de capitalización y liquidez. En junio de 2023 el Índice de Capitalización de la Banca Múltiple se ubicó en 19.49%, mayor al 19.0% reportado en diciembre de 2022. El capital neto retomó a partir de marzo de este año su crecimiento en términos reales (después de la contracción promedio observada en 2022 de -2.2%) y en el 1S23 registró una tasa de crecimiento anual real promedio de 2.2%. Parte de esta recuperación se originó por un aumento en el capital ganado. Los activos en riesgo totales continuaron incrementándose en la primera mitad del año y en términos reales su crecimiento anual promedio fue de 2.0%. Si bien el mayor dinamismo del crédito se ha visto aparejado por el aumento en los activos sujetos a riesgo de crédito (69% de los activos en riesgo totales), en el año destaca el marcado incremento en los activos sujetos a riesgo operacional (12% del total) que reflejó la entrada en vigor del requerimiento de riesgo operacional bajo la metodología del indicador de negocio a partir de enero de 2023. En contraste, los activos sujetos a riesgo de mercado continuaron contrayéndose a tasa real anual (1.5% en promedio enero-junio 2023).

Además de mantener un sólido indicador de solvencia, la banca en México mejoró sus indicadores de liquidez. En el caso del Coeficiente de Cobertura de Liquidez (CCL) en junio de 2023, el CCL de la banca registró una mediana de 261%, mayor al 240% de diciembre de 2022. Por su parte, el Coeficiente de Financiamiento Estable Neto (CFEN) registró una mediana de 143% en junio de 2023, ligeramente mayor al 140% reportado en diciembre de 2022.

En los primeros seis meses del 2023 el sector bancario mantuvo un buen desempeño. El dinamismo observado en el otorgamiento de crédito se ha reflejado en una mayor generación de estimaciones preventivas para riesgos crediticios, que a partir de enero aceleraron su dinamismo de tal forma que su tasa de crecimiento anual real promedio se colocó en 31.8% para el 1S23 (37.5% en junio). Esta generación de provisiones a su vez ha moderado el crecimiento del resultado neto del sistema, que en junio registró una tasa real anual de 17.6%, menor al 20.9% alcanzado al cierre de 2022. A pesar de este menor crecimiento en el resultado neto los indicadores de rentabilidad ya han superado sus niveles pre-pandemia: la ROE en junio de 2023 fue de 18.9% (vs 15.2% en febrero de 2020) y la ROA alcanzó 2.1% (vs 1.6% en febrero de 2020).

En junio de 2023, el financiamiento total de la banca comercial (crédito + valores) a los diferentes sectores de la economía creció a una tasa real anual de 6.6% (10.4% nominal), con este resultado en el 1S23 el crecimiento real promedió 5.3% (11.2% nominal), revirtiendo la caída que aún se observaba en el mismo semestre de 2022 (-4.1%). Aunque el financiamiento al sector privado sigue siendo el más dinámico, como proporción del total aún no recupera su participación pre-pandemia (67% en junio de 2023 vs 69% en febrero de 2020). En la primera mitad del año destaca la reactivación del financiamiento al sector público, que retomó terreno positivo a tasa real anual después de haber experimentado una reducción en 2022. De esta forma, al crecimiento real promedio de 5.3% en el financiamiento bancario, 3.9 pp se asocian al crecimiento del financiamiento al sector privado, 1.2 pp al sector público y el resto a otros sectores residentes del país. Por tipo de instrumento, destaca la recuperación del financiamiento a través de valores (27% del total), que empezó a recuperar dinamismo a finales de 2022 y en junio alcanzó un crecimiento real anual de 9.8%. El financiamiento a través de crédito mantuvo su dinamismo (5.9% real en junio, la tasa más alta registrada desde junio de 2018). Este crecimiento sigue acercando al crédito a la participación que tenía dentro del financiamiento total previo a la pandemia: en junio de 2023 dicha participación representó 73% del financiamiento total, aún por debajo del 75% registrado en febrero de 2020, pero superando el mínimo observado de 69% en junio de 2021).

En 2022, el saldo del crédito vigente al sector privado no financiero (SPNF) creció 2.3% promedio en términos reales

En junio de 2023, el saldo del crédito al SPNF logró una tasa de crecimiento anual sin contar el efecto del tipo de cambio y la inflación de 6.5% (nominal de 9.8%), un dinamismo mucho mayor que el registrado en el mismo mes de 2022 (cuando dicha tasa fue de 2.7%). La tasa de crecimiento nominal de junio se integró por 6.5 puntos porcentuales (pp) atribuibles al crecimiento real de la cartera, 5.4 pp al efecto de la inflación, así como por un efecto contable negativo asociado a la apreciación del tipo de cambio, equivalente a -2.0 pp.

Una vez descontados el efecto de la valuación del tipo de cambio y la inflación, el crédito al SPNF promedió una tasa real de crecimiento de 6.1% durante el 1S23, una mejoría significativa en comparación con la tasa real de -7.3% observada durante 2022 (2.3% promedio), y suficiente para recuperar el saldo real que este tipo de financiamiento registraba en febrero de 2020, previo a la pandemia. Dicha recuperación se debe al financiamiento a los hogares, cuyos saldos reales se encuentran 8.5% por encima de los registrados en febrero de 2020, mientras que la cartera empresarial aún no ha recuperado los niveles registrados previo a la crisis sanitaria y sus saldos reales se encuentran 3.3% por debajo de su nivel prepandemia.

Por cartera, en el 1S23, el crédito a empresas aportó 2.7 pp a dicho dinamismo, seguido de consumo, que contribuyó 2.4 pp y la de vivienda, con 1.1 pp. Si bien la cartera empresarial aportó más al crecimiento durante el 1S23, dicha cifra se debe principalmente a la participación de la misma en el financiamiento de la banca al SPNF (54%), aunque la cartera de consumo (23% del crédito al SPNF) registró un dinamismo muy superior. Si se observa la variación porcentual anual real de los saldos, la cartera de consumo superó por más del doble a la tasa de crecimiento de empresas.

De hecho, la cartera de consumo ha aumentado su participación en la mezcla de financiamiento al SPNF en 4 pp (de 19% en 2019 a 23% en el 1S23), mientras que la del financiamiento empresarial ha caído de 57 a 54%.

El crédito vigente a empresas registra su mayor crecimiento real en 4 años durante el 1S23

En junio de 2023, el crédito a empresas creció a una tasa nominal anual de 6.0%, menor a la tasa nominal de 10.0% observada en junio de 2022. Descontando el efecto de la inflación y la valuación del tipo de cambio, la variación anual real de junio fue de 4.3%, ligeramente mayor al registrado en el mes de mayo (3.8% y superior al de junio de 2022 (1.5%). Con el resultado de junio, el crecimiento real promedio para el 1S23 se ubicó en 4.9%, el mayor promedio semestral de crecimiento desde el 1S19 (cuando el financiamiento empresarial creció en promedio 6.5% real). No obstante, a este mayor dinamismo, como se mencionó anteriormente, los saldos reales aún se encuentran 3.3% por debajo del nivel registrado en febrero de 2020, previo a la crisis por covid-19.

El mayor costo del financiamiento puede explicar en parte el rezago en la recuperación de los saldos de financiamiento empresarial por una menor demanda efectiva. En el mediano plazo, con tasas de interés menores, podríamos esperar un mayor dinamismo de los saldos reales, toda vez que la actividad económica se mantenga o incremente su dinamismo.

En contraparte, como se mencionó en la entrega pasada de este informe, el desempeño de las carteras por monedas podría estar indicando que las empresas, al enfrentar mayores tasas de interés en mercados internacionales y mayor volatilidad, han tomado ventaja de la apreciación del tipo de cambio, expandiendo su demanda por fondos prestables

bancarios internos como sustituto del financiamiento externo. Así, los saldos vigentes de crédito en moneda extranjera (22% del total de la cartera a empresas), presentaron un gran dinamismo durante el 1S23, con un promedio de crecimiento de 16.6% durante el período y contribuyendo 3.2 pp al 4.9% de variación anual real promedio del total de crédito a empresas, mientras que los saldos en moneda nacional aportaron tan sólo 1.7 pp, resultado de un crecimiento promedio semestral de 2.1%.

El crédito a la vivienda ha mantenido su crecimiento en términos reales, apoyado en el dinamismo de los salarios reales

En junio de 2023, el crecimiento anual real de la cartera de crédito vigente a la vivienda fue 5.7% (11.1% nominal) y en el 1S23 logró promediar una tasa de crecimiento real de 4.6%, la mayor en 5 semestres resultado del dinamismo observado en la cartera a la vivienda media-residencial, mientras que el financiamiento bancario orientado a la vivienda de interés social ha presentado contracciones en términos reales durante casi una década.

La cartera de vivienda destaca por haber sido la única que registró crecimientos reales durante toda la pandemia, lo cual, aunado a su desempeño desde entonces, resulta en saldos reales que se encuentran 15.5% por encima de su nivel en febrero de 2020. Como en el caso del crédito al consumo, el crecimiento de esta cartera estará estrechamente ligado al empleo y los salarios reales, cuyo buen desempeño implica un mayor dinamismo de la cartera hipotecaria y genera los flujos necesarios para mantener la calidad de la misma.

El crédito al consumo registró crecimientos reales en todos sus segmentos durante el 1S23

En junio de 2023, la variación anual real del saldo de la cartera de crédito al consumo fue de 12.6% (18.3% nominal). Con este resultado, esta cartera hiló 18 meses consecutivos con tasas de crecimiento real, reflejándose en un promedio de 10.7% durante el 1S23.

El dinamismo de esta cartera presenta una alta heterogeneidad entre segmentos. Si bien se ha registrado crecimiento en términos reales en todas las subcarteras que la componen, destaca el desempeño del segmento del financiamiento vía tarjetas de crédito (TDC), que aportó 5.4 pp al 10.7% promedio de crecimiento, seguido de los segmentos de créditos de nómina, que contribuyeron con 2.6 pp, el financiamiento para la adquisición de bienes de consumo duradero (ABCD) con 1.2 pp, los créditos personales con 1.1 pp y otros créditos al consumo con 0.4 pp.

A pesar de la desaceleración del consumo privado durante los primeros meses del año, la confianza del consumidor y el buen desempeño del empleo formal y, en especial, del salario real, aportaron al dinamismo del crédito al consumo. Así, destacó el dinamismo de la cartera de tarjetas de crédito y créditos de nómina, que se beneficiaron de dichos factores, incluso en un entorno aún inflacionario. En junio, el crecimiento real de la cartera de tarjetas de crédito fue de 16.8%, acumulando nueve meses de crecimiento a doble dígito, para promediar en el 1S23 una tasa de 14.8%. Por su parte, el saldo vigente de los créditos de nómina cerró el semestre con un crecimiento real de 11.1%, acelerando su dinamismo continuamente durante el 1S23 y promediando una tasa de crecimiento de 9.8%. Por su parte, el segmento de ABCD creció 10.7% en junio, promediando 7.1% de crecimiento real durante el primer semestre del año.

Si bien la morosidad del financiamiento al SPNF se ha contenido, los saldos vencidos al consumo han aumentado significativamente

El índice de morosidad (IMOR) promedio en el 1S23 del crédito al SPNF se ubicó en 2.4%, menor al observado en 2022 y en el período previo a la pandemia. No obstante, la morosidad por cartera ha evolucionado de forma heterogénea.

En el caso del financiamiento empresarial, se registra un IMOR mayor al observado antes de la crisis sanitaria, el cual es resultado, parcialmente, de la contabilización de cartera vencida bajo los criterios de IFRS9, cuya adopción implicó un ajuste al alza de la morosidad en enero de 2022. En junio de 2023, la cartera empresarial registró un IMOR de 2.17%, continuando con una tendencia al alza que se observa desde marzo de 2023.

En el sexto mes del año, el crédito bancario a la vivienda registró un IMOR de 2.55%, muy similar al del mes anterior y menor al observado en junio de 2022 (2.84%). Dentro de la cartera hipotecaria, el segmento de crédito para vivienda de interés social continúa más que duplicando el IMOR del segmento de vivienda media-residencial (5.17 y 2.44%, respectivamente, en junio de 2023).

Por su parte, la morosidad del crédito al consumo fue de 3.0% en junio de 2023 igual que en el promedio del 1S23. Esta cifra es resultado de un aumento promedio de la cartera vencida de 11.9% durante el semestre, a la par de un aumento de 10.7% promedio de la cartera total. Cabe señalar que se ha observado un aumento de la morosidad del crédito vía tarjetas, el cual ha aumentado 0.43 pp en lo que va del año. Este comportamiento constituye la principal motivación para la siguiente sección, en la que se analizará las dinámicas del financiamiento vía tarjetas y la morosidad que las mismas implican.

El crédito vía tarjetas muestra cambios en patrones de consumo y en la composición de sus usuarios

El financiamiento vía tarjetas, principal impulsor del crédito al consumo, ha presentado cambios significativos en la composición del gasto efectuado a través del mismo, así como un aumento significativo en la proporción del ingreso que el mismo representa. Cabe señalar, con datos de la [Encuesta Nacional de Ingreso y Gasto de los Hogares](#) (ENIGH) del Inegi, que el ingreso por decil poblacional en términos reales muestra un patrón más igualitario en 2022 respecto a 2018 (último levantamiento antes de la crisis sanitaria por covid-19). En contraparte, los pagos a TDC han evolucionado de forma tal que deciles con un menor nivel de ingreso han aumentado sus pagos a TDC en una proporción muy superior al incremento en su ingreso.

Si se analiza el objeto del gasto en tarjetas de crédito, se observa que más de una quinta parte (20.6%) del mismo corresponde a gastos de transporte, cuya participación se redujo 2.4 pp respecto a 2018. Asimismo, destaca que los rubros que más aumentaron su participación en la mezcla de gasto en TDC fueron los artículos y servicios de salud, seguidos del esparcimiento y el gasto en alimentos.

Asimismo, con datos del [Análisis de Indicadores de Crédito](#), que publica bimestralmente Banxico, se observa que para la cartera comparable de TDC¹, el número de tarjetas aumentó durante los primeros cuatro meses de 2023,

¹ La cartera comparable incluye tarjetas otorgadas a personas físicas, de aceptación generalizada, activas, al corriente de sus pagos, con tasa menor o igual a 100% y otorgadas al público en general. Estas tarjetas, en promedio a abril de 2023, representaron 74.1% del número de tarjetas y 71.2% del saldo total.

alcanzando 22.1 millones de tarjetas (vs. 20.3 y 18.3 millones promedio en 2022 y 2018, respectivamente), un aumento de 9.3% respecto al mismo período de 2022 (y de 21% respecto al promedio de 2018). Por su parte, el saldo total promedio en pesos constantes durante en el período enero-abril de 2023 (418.4 miles de millones de pesos, mmdp) aún se encuentra 2% por debajo del promedio de 2018 (425.0 mmdp constantes de abril de 2023), aunque 7.3% por encima de lo observado en 2022 (388.0 mmdp constantes). Este patrón en el que el número de tarjetas crece a un ritmo mayor que el saldo se viene observando desde 2019 y continúa para el primer cuatrimestre del año, pues, respecto al año anterior, el número de tarjetas creció a una tasa anual de 14.5% mientras que el saldo total lo hizo a una tasa real anual de 11.4%.

Por tipo de cliente, en el primer cuatrimestre del año, en promedio 9.1 millones de tarjetas corresponden a clientes no totaleros y 13.0 millones a clientes totaleros, implicando un aumento en la participación de los clientes totaleros con respecto al cierre de 2018 (59% vs. 49% en 2018). Dicho aumento se puede observar también en los saldos, donde los clientes totaleros alcanzaron un 39% (26% en 2018) del saldo total. Para las tarjetas otorgadas en el último año, también se observa una mayor participación de los clientes totaleros, ya que en este subconjunto los clientes totaleros representan 62% del total de tarjetas y 46% del saldo.

En cuanto a la evolución de los límites de crédito, calculados a pesos constantes de abril de 2023, puede observarse una reducción paulatina y que el límite de crédito de los clientes totaleros tiende a ser mayor que el de los clientes no totaleros. En particular, el límite de crédito para los clientes totaleros se redujo 6.6% entre 2018 y 2022, y 9.1% entre 2018 y lo que va de 2023. En el caso de los clientes no totaleros la caída ha sido mayor: entre 2018 y 2022 el límite de créditos se redujo 18% en términos reales y en el primer cuatrimestre del año esa caída respecto a 2023 fue de 14.7%. La diferencia en el límite de crédito por tipo de cliente también se ha incrementado: mientras que en 2018 el límite de crédito de un cliente no totalero en promedio era 17% menor al de un totalero, para el primer cuatrimestre de 2023 ese límite de crédito fue 26% menor.

Destaca también que las tarjetas otorgadas en el último año tienen un límite de crédito menor al total de tarjetas comparables para ambos tipos de clientes. En particular, para las tarjetas otorgadas en el último año, el límite de crédito de los totaleros es, en términos reales, 42.5% menor que el promedio enero-abril y para los no totaleros se encuentra 44.0% por debajo para el mismo período de comparación.

El aumento del número de tarjetas y la recuperación más lenta de los saldos totales respecto a 2018 se refleja en un saldo revolvente promedio que se ha reducido. En particular, el saldo revolvente promedio en el primer cuatrimestre del año en términos reales fue 14.3% menor que el observado en 2018 y para los clientes no totaleros se ubicó 23% por debajo para el mismo período de comparación. A su vez, las tarjetas otorgadas en el último año también muestran saldos revolventes menores: tanto para totaleros como para no totaleros el saldo promedio de las tarjetas otorgadas en el último año es 35% menor en términos reales que el promedio de 2022. Adicionalmente, la proporción entre el saldo de los dos tipos de clientes se ha modificado: en 2018 el saldo revolvente de un cliente no totalero era cerca de 3.7 veces el de un totalero y para enero-abril de 2023 dicho saldo es 3.2 veces el de un totalero.

En el caso del saldo promedio por tipo de promoción, destaca el incremento en el saldo promedio de las promociones a meses sin intereses (PMSI) de los clientes no totaleros, incluso para los clientes más recientes (tarjetas otorgadas durante el último año). En el caso de los totaleros, el saldo en PMSI se ha reducido, particularmente para las tarjetas otorgadas en el último año. De igual forma, los saldos en promociones a meses con intereses (PMCI) a precios constantes es menor que en 2018.

En resumen, las estadísticas proporcionadas para las tarjetas comparables nos indican que el aumento en el saldo no ha ido a la par del incremento en el número de tarjetas, lo que se refleja en menores saldos promedio. Por su parte la ENIGH nos muestra que el gasto en tarjetas ha incrementado más en los deciles de menores ingresos, lo que sería

compatible con los datos observados de límites de crédito menores y saldos promedio a la baja acordes con un menor ingreso (y por lo tanto capacidad de pago) de los clientes que se han ido incorporando.

Las variaciones en el patrón de pago de los clientes, en los que los clientes totaleros han aumentado como porcentaje del total y los clientes no totaleros han incrementado el uso de promociones a meses sin intereses, apuntan a un uso más informado del crédito a través de tarjetas que en parte refleja algunos de los cambios en los patrones de gasto. La ENIGH nos muestra que los hogares han incrementado su gasto en tarjetas en rubros como servicios de salud, esparcimiento y alimentos, mientras que las estadísticas bancarias podrían sugerir que parte de ese consumo se ha financiado a través de programas con promociones y una parte de éste no genera un saldo revolvente (pues alguna fracción será pagada por clientes totaleros).

Si bien estos patrones de pago y otorgamiento podrían explicar en parte que la cartera de tarjetas de crédito haya logrado mantener índices de morosidad manejables, los datos más recientes muestran ya un aumento en la cartera vencida. De hecho, el financiamiento vía tarjetas ha contribuido al aumento de la morosidad ajustada del crédito al consumo, tanto por un mayor IMOR como por saneamientos efectuados en el segmento, con el IMOR ajustado del crédito vía tarjetas de consumo alcanzando 9.9% en junio de 2023, de los cuales 2.8 pp corresponden al IMOR (3.0%) y 7.1 pp son atribuibles a quitas y castigos de cartera. Respecto a este punto, destaca que la cartera en etapa 3 de TDC (numerador del IMOR) aumentó 40.2% real anual en junio, muy por encima del 17.4% registrado en la cartera total (denominador del IMOR). Estos datos apuntan a que, al llegar a clientes de los deciles de menor ingreso, se está incurriendo en un mayor riesgo de impago, por lo que para mantener la calidad de la cartera será necesario mantener buenas políticas de otorgamiento.

Recomposición del ahorro interno y la captación bancaria

Los activos financieros internos netos de billetes y monedas (Activos Financieros Netos, AFN) comprenden a todos los instrumentos de ahorro e inversión financiera disponibles dentro del país, tanto de residentes como de no residentes, que son administrados por bancos comerciales, de desarrollo, sociedades de ahorro y préstamo y por otros intermediarios financieros no bancarios autorizados. En junio de 2023, la tasa de crecimiento real anual de los AFN fue de 3.1% mejorando respecto a los resultados de los primeros cinco meses del año. El resultado de junio no fue suficiente para compensar las caídas registradas en los meses previos y para el 1S23 la variación anual real promedio de los AFN fue de -0.9% (menor a la caída promedio registrada en 2022, de 3.5%). El ahorro de los residentes (85.2% del total) creció a una tasa real anual de 3.7% en junio (0.3% promedio para el 1S23), mientras que el ahorro de no residentes continuó contrayéndose, aunque a una tasa más moderada (caída de -7.3% promedio en el 1S23 vs 13.7% en 2022). En su participación dentro del total, el ahorro de no residentes representó 14.8% en junio de 2022, ligeramente menor al 15.1% observado en diciembre de 2022, pero significativamente por debajo de participación pre-pandemia (20.2%).

La principal fuente de impulso para el crecimiento de los AF continúa proviniendo del ahorro de los residentes, los cuales contribuyeron en junio de 2023 con 3.2 pp al crecimiento de 3.1% registrado por los AFN, suficiente para compensar la contribución de -0.1 pp del ahorro de no residentes. Dentro del ahorro de los residentes, el ahorro voluntario mejoró su dinamismo en junio (creciendo a una tasa real anual de 1.8%, mayor al crecimiento promedio observado de enero a mayo de 0.5%). Por su parte, el ahorro obligatorio recuperó su dinamismo en el segundo trimestre del año y para junio registró una tasa de crecimiento real anual de 1.3%. El ahorro de no residentes moderó su caída y en junio registró una contracción real anual de 0.1%, menor a la caída promedio observada en los primeros cinco meses del año (-1.4%).

Por tipo de instrumento, destaca que la diferencia entre la participación de residentes y no residentes en la tenencia de valores públicos se ubicó en su mayor nivel desde finales de 2004. Este resultado refleja la dinámica en la tenencia de dichos valores. En particular, la tenencia de residentes de valores públicos retomó su crecimiento desde enero de 2023, promediando en el 1S23 una tasa real anual de 4.4% (mayor a la tasa real de crecimiento de 1.3% promedio en 2022). Por el contrario, la tenencia de no residentes de valores públicos continúa disminuyendo a tasa anual, aunque a un menor ritmo, de tal forma que la variación anual real en los primeros meses del año promedió -5.9%, muy por debajo de la caída promedio observada en 2022, de 22.3%. El final del ciclo monetario ha influido en el reciente repunte en la tenencia de bonos gubernamentales por parte de no residentes, sin embargo, la perspectiva de tasas de interés altas por un período más prolongado podría atemperar el apetito de no residentes por deuda gubernamental.

En el mismo sentido, los flujos de financiamiento externos se mantuvieron en terreno negativo al primer trimestre de 2023 (última información disponible), mientras que los flujos internos han mostrado también una desaceleración desde 2022 ante el mayor dinamismo del consumo. En particular, la variación anual real del flujo de fuentes internas fue de 1.2% en 2022, cuando en 2020 llegó a representar 7.1%.

Dentro de las fuentes internas de financiamiento se continúa observando una recomposición que responde a las variaciones en las tasas de interés. En particular, dentro del ahorro voluntario, la captación a plazo continuó acelerando su dinamismo, alcanzando una tasa de crecimiento real anual de 9.4% en junio (7.4% promedio en el 1S23), mientras que la tenencia en Fondos de Inversión de Deuda (FIDs) registró por cuarto mes consecutivo una tasa real anual de doble dígito (14.3% en junio de 2023, para promediar en el 1S23 10.8%). Por el contrario, los depósitos de exigibilidad inmediata y los instrumentos de renta variable continúan registrando caídas a tasa anual.

En particular, la captación bancaria tradicional alcanzó un crecimiento real promedio de 1.7% en el 1S23 (3.3% en junio de 2023), impulsada principalmente por el dinamismo de los depósitos a plazo. Por su parte los depósitos a la vista redujeron su crecimiento (registrando una caída de -1.9% real promedio en el 1S23), ante el dinamismo del consumo privado y el mayor costo de oportunidad de mantener recursos líquidos en un entorno de tasas de interés al alza.

La recomposición hacia instrumentos de mayor rendimiento parece estar atemperando el crecimiento del consumo que fue impulsado por la acumulación de recursos líquidos durante la pandemia. Incluso las empresas no muestran ya excedentes de liquidez que pudieran apoyar el consumo en el corto plazo, mientras que la debilidad de la inversión no contribuye a impulsar su demanda por crédito.

En cuanto a la dinámica del ahorro voluntario, como se mencionó anteriormente, a partir de marzo de 2023 se retomaron tasas de crecimiento positivas (3.6% en junio), después de haber registrado contracciones a lo largo de 13 meses. La reducción en las tasas de interés de largo plazo y las ganancias en los mercados accionarios que apoyaron la plusvalía de las SIEFORES estarían impulsando esta recuperación. Sin embargo, el dinamismo reciente no ha sido suficiente para compensar las contracciones observadas durante 2022: en términos del PIB, los recursos del SAR representaron 18.8% en el 1T23, ligeramente por encima del 18.3% reportado en 2023 pero aún muy por debajo del 20.3% observado en 2021.

En cuanto al uso de los flujos de financiamiento, el sector público se mantiene como el principal usuario con casi el 40% del flujo total, mientras que, como ya se mencionó, el sector privado ha registrado una recuperación. En particular, el flujo de financiamiento a los hogares ya se ubica por encima del promedio registrado antes de la pandemia (1.2% del PIB). Sin embargo, el financiamiento a empresas está aún 0.4 pp. por debajo del 1.8% del PIB en promedio antes de la pandemia.

Reformas al Marco Legal y Normativo Secundario Aplicable a la Banca Múltiple

En el periodo que nos ocupa, las autoridades financieras llevaron a cabo varias intervenciones regulatorias relevantes. En materia de sostenibilidad destacó el lanzamiento en marzo de la Taxonomía Sostenible y la introducción en junio de los nuevos Bonos MS. Con la primera, la SHCP definió 124 actividades que contribuyen a la sostenibilidad, a la mitigación y adaptación al cambio climático, así como a la igualdad de género, buscando facilitar los flujos de financiamiento y la movilización de capitales, la generación de información confiable y transparente para el mercado y combatir el “*greenwashing*” en el marco de las finanzas sostenibles; por su parte, los nuevos Bonos MS, de tasa fija y denominados en moneda nacional, son un nuevo instrumento alineado a criterios Ambientales, Sociales y de Gobierno Corporativo (que se suma a los BONDES G de tasa variable lanzados en abril de 2022).

Por otra parte, en marzo, Banco de México introdujo requerimientos en materia de márgenes iniciales y de variación respecto de operaciones de derivados extrabursátiles no compensados de forma centralizada, enfocados a reducir los riesgos de contraparte y alineando el marco regulatorio a la práctica internacional, particularmente al Dodd-Frank Act y la European Market Infrastructure Regulation (EMIR).

En abril se publicaron reformas a las Disposiciones de carácter general aplicables a las Instituciones de Crédito en materia de Grandes Exposiciones, cuando la CNBV actualizó el régimen de riesgo común aplicable a la banca. Anteriormente, el nivel de capitalización de las instituciones definía la exposición que podía mantenerse a distintos grupos de riesgo común (pudiendo ir de 12% y hasta 40% del capital básico); con la reforma, se establece un límite general para las “Grandes Exposiciones” de 25% del capital básico (y de 15%, entre entidades sistémicas locales o globales), previéndose además límites para las 4 mayores Grandes Exposiciones (100% del CB), entre otros.

Igualmente, durante 2023 se han llevado a cabo ajustes importantes a las reglas de Banco de México relativas a la transición hacia tasas de interés basadas en hechos de mercado, en particular la introducción de la “TIIE de Fondeo” y la desaparición de la “TIIE a plazos mayores a un día hábil bancario” (a 28, 91 y 182 días) en los próximos años. Destaca también la reforma a los créditos hipotecarios del Fovissste, con la que se busca atender problemáticas particulares, muy notablemente la posibilidad de contratar créditos en pesos y de reestructurar los denominados en UMAs (incluidos los en mora o los otorgados en demasía). La reforma establece que los créditos que otorgue el Fondo deberán ser a una tasa inferior al promedio de la banca comercial, entre otras modificaciones.

Reformas al Marco Legal y Normativo Secundario Aplicable a la Banca Múltiple

Principales reformas al marco normativo aplicable a la banca múltiple: enero- agosto 2023

Publicación

1. CNBV. Resolución que modifica las Disposiciones de Carácter General aplicables a las instituciones de crédito. (DOF 13.01.23)

Para el cálculo de los requerimientos de capital por riesgo de mercado, se aclara que tratándose de bienes objeto de garantía denominados en moneda nacional y cuyo rendimiento esté referido a tasas de interés nominales, dicho riesgo deberá ser capitalizado por quien contractualmente conserve, tanto los beneficios económicos como el riesgo de fluctuaciones en su precio.

2. Banxico. Circular 1/2023 relativa a las modificaciones a la Circular 13/2012 (Módulo de Atención Electrónica) (DOF 01.02)

Incorpora a las reglas relativas al Módulo de Atención Electrónica, diversas definiciones y procesos para acreditar o revocar a los representantes, representantes calificados y operadores, para la realización de actos en el Sistema de Registro de Comisiones (RECO) de Banxico.

3. Tesofe. Acuerdo por el que se modifican las Disposiciones Generales en Materia de Funciones de Tesorería (DOF 15.02 y 30.03)

Ordena a dependencias cancelar cuentas bancarias el 31.03.23 y adiciona requisitos para su posterior apertura: i) justificar imposibilidad de cubrir necesidad a través de cuentas de Tesofe; ii) señalar objeto y propósito de la cuenta (Formulario de Especificaciones técnicas y operativas); iii) indicar origen de los recursos a destinar; iv) justificación de la institución de crédito elegida; v) tasa de interés ofrecida; vi) vigencia de la cuenta (deben cancelarse anualmente); y vii) nombre y puesto de las personas autorizadas para operarla.

El 30.03 se modificó el Acuerdo posponiendo la cancelación de cuentas al 30.06.23, estableciendo que aquellas que ya estuvieran en proceso de revisión ante Tesofe no deberán ser cerradas.

4. Banxico. Circular 2/2023 relativa a las Modificaciones a la Circular 4/2012 (Márgenes Iniciales y de Variación). (DOF 14.03)

Alineado con la regulación internacional Dodd-Frank Act y la European Market Infrastructure Regulation (EMIR), establece obligación de intercambiar márgenes iniciales y de variación para derivados extrabursátiles no compensados de forma centralizada; quedan exentas operaciones cuya contraparte sea el Gobierno Federal, Banxico, IPAB, gobiernos y bancos centrales extranjeros (con calificación \geq AA) y diversos organismos financieros internacionales. Para su cálculo, se definen umbrales para Márgenes Iniciales, para el Intercambio de Márgenes Iniciales y el importe mínimo de transferencias para ambos, con base en modelos estandarizados o internos.

Establece que las entidades deberán acordar con sus contrapartes: i) procesos para conciliar la valuación periódica de las garantías (y de las operaciones); ii) quién realizará la valuación de las operaciones y de los activos en garantía; y iii) la metodología para determinar importe de liquidación por cesión de derechos o vencimiento anticipado. Por último, define las garantías admisibles (efectivo, derechos de crédito, Bonos gubernamentales, de Banxico y del IPAB,

valores grado de inversión, acciones en índices principales) y los aforos mínimos, según el grado de riesgo.

5. SHCP. Taxonomía Sostenible: promoción de inversiones sostenibles (Publicación SHCP 16.03)

El documento define y caracteriza actividades que contribuyen a la sostenibilidad, a la mitigación y adaptación al cambio climático, así como a la igualdad de género, las cuales se insertan en la lógica de las finanzas sostenibles buscando facilitar los flujos de financiamiento y la movilización de capitales, la generación de información confiable y transparente para el mercado y combatir el “greenwashing”. Al efecto, identifica 3 grupos de usuarios: empresas del sector real, instituciones de crédito e inversionistas institucionales.

Respecto de la mitigación del cambio climático se incluyen 124 actividades elegibles en seis sectores económicos: 1. Agricultura, cría y explotación de animales, y aprovechamiento forestal; 2. Generación, transmisión, distribución y comercialización de energía eléctrica, y suministro de agua al consumidor final; 3. Construcción; 4. Industrias manufactureras; 5. Transporte; y 6. Manejo de residuos y servicios de remediación.

Sobre la adaptación del cambio climático se incluyen criterios para determinar si una actividad económica contribuye de forma sustancial a la adaptación. En cuanto a la Igualdad de Género se diseñó un índice construido sobre los pilares de Trabajo digno, Bienestar e Inclusión social.

6. Banxico. Circular 3/2023 Transición de la TIIE a plazos mayores a un día hábil bancario, a la TIIE de Fondeo (DOF 13.04)

Define la de “TIIE de Fondeo” como Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio en moneda nacional, a plazo de un día hábil bancario. Incluye en las “Tasas de referencia en m.n.” a la “TIIE de Fondeo” y a la tasa de rendimiento en colocación primaria de BONDES. Suprime a las “TIIE a plazos mayores a un día”.

Establece que a partir del 2024 bancos, SOFOMES vinculadas y FND no podrán utilizar como referencia la TIIE a 91 y 182 días para celebrar o prorrogar operaciones, permitiendo su uso sólo hasta la terminación de contratos celebrados previo a esa fecha. A partir de 2025 la TIIE a 28 días no podrá utilizarse como referencia, salvo en contratos celebrados antes del 01.01.25 y hasta su terminación.

7. Banxico. Circular 4/2023. Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio a plazos mayores a un día hábil bancario. (DOF 13.04)

Ajusta metodología de cálculo de la “TIIE a plazos mayores a un día hábil bancario” (basada en la TIIE de Fondeo”), a fin de que esté basada en hechos de mercado y restringe su uso a partir de 2024 y 2025, en línea con las restricciones impuestas por las modificaciones a la Circular 14/2007.

8. CNBV. Resolución que modifica las Disposiciones de carácter general aplicables a las instituciones de crédito (Grandes exposiciones) (DOF 17.04.23)

Incorpora el estándar internacional del Comité de Basilea en la materia, actualizando el régimen de Riesgo Común aplicable a las instituciones. Entre otras modificaciones, se incorpora la definición de Grandes Exposiciones (financiamientos o garantías por montos iguales o mayores al 10 de la parte básica del Capital Neto), y se añade en la definición de Riesgo Común el concepto de “interdependencia económica” entre personas morales contrapartes de la institución (relativo al origen de ingresos o gastos, fuente única de ingresos, garantías, ventas, fuente de fondos y de repago, entre otros). Dicha “interdependencia económica” será aplicable siempre y cuando la suma de los financiamientos y obligaciones de pago cubiertas por garantías o demás operaciones que dichas personas hayan celebrado, en su calidad de garantes o proveedores de protección, exceda el 5% de la parte básica del Capital Neto de la Institución.

Se revisa el régimen de diversificación de las operaciones activas, estableciéndose un límite para cada una de las Grandes Exposiciones de 25% de la parte básica del capital neto (de 15% entre Instituciones de Importancia Sistémica Local y Global), entre otros. Se precisa también lo relativo al reconocimiento de técnicas de cobertura y lo relativo a la gobernanza y gestión de estos riesgos. Se establece la obligación de informar a la CNBV las grandes exposiciones tanto brutas como netas resultantes de aplicar las técnicas de mitigación permitidas, las exceptuadas del límite y las 20 mayores exposiciones con independencia de su monto.

La resolución entrará en vigor el 01.10.2023; las instituciones distintas de las designadas como de Importancia Sistémica Local o Global, tendrán hasta el 1.01.2024 para ajustarse a lo establecido en la resolución.

9. SEGOB. Reforma a la Ley General de los Derechos de Niñas, Niños y Adolescentes (DOF 08.05)

Crea el Registro Nacional de Obligaciones Alimentarias con el objeto de concentrar la información de deudores y acreedores de las mismas. El Registro emitirá certificados de no inscripción, a petición de la parte interesada, los cuales serán requisito para diversos trámites y procedimientos, entre ellos, los que se realicen ante notario público relativos a la compraventa de bienes inmuebles y la constitución o transmisión de derechos reales.

10. STPS. Reforma a la Ley del Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado (ISSSTE) (DOF 08.05)

Modifica el esquema de créditos hipotecarios otorgados por el Fovissste, estableciendo entre otros:

- 1) La posibilidad de contratar créditos denominados en pesos, así como de reestructurar en pesos los pactados en UMA, incluyendo aquellos en mora o demasía conforme lo establezca la Junta Directiva
- 2) Requiere que la tasa de interés será menor al promedio cobrado por la banca comercial
- 3) Establece como referencia para el otorgamiento de créditos no sólo el sueldo básico, sino también las compensaciones
- 4) Provisión expresa de que se liberará el saldo pendiente una vez transcurridos 30 años a partir del otorgamiento (salvo en caso de reestructuras)
- 5) Añade un límite de descuento específico para créditos contratados como pensionados (del 20%), además del límite de 30% de descuento para los otorgados a trabajadores en activo
- 6) Nuevo proceso de reestructuración ante impagos atribuibles al acreditado (ajustándose el pago al límite de descuento aplicable)

Suprime la posibilidad de que las dependencias descuenten de la nómina el cobro de créditos cofinanciados.

Por otra parte, se obliga al Instituto a establecer un programa de liberación de créditos de los que se haya cubierto dos o más veces el monto original, así como determinar los segmentos de acreditados a los que aplique la reestructuración en pesos originalmente pactados en UMA, ambos dentro de 180 días a partir de la entrada en vigor del decreto (obligaciones cubiertas mediante Acuerdos el 10.08 y 10.08)

11. SHCP. Decreto por el que se extingue el organismo público descentralizado denominado Financiera Nacional de Desarrollo Agropecuario, Rural, Forestal y Pesquero, y se abroga su Ley Orgánica. (DOF 29.05)

Establece que la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, a través de la Unidad de Banca de Desarrollo, será la responsable del proceso de extinción y liquidación de la Financiera Rural, y le otorga un plazo de 180 días hábiles para publicar las bases de la liquidación (emitidas el [23.06](#)).

12. Banxico. Circular 5/2023 dirigida a las Instituciones de Crédito y Casas de Bolsa, relativa a las modificaciones a la Circular 7/2022 (Bonos MS) (DOF 07.06)

Se incluye a los BONOS MS (Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal denominados en moneda nacional con tasa fija) dentro de las subastas sindicadas de Valores Gubernamentales. Los Bonos MS están alineados a criterios Ambientales, Sociales y de Gobierno Corporativo (ASG) y se podrán emitir a cualquier plazo siempre y cuando este sea múltiplo de 182 días (periodo de interés), no obstante, se buscará emitir a plazos de entre 3, 5, 7, 10, 12, 15, 20, 25 y 30 años.

Establece obligación de identificar al inversionista final mediante la inclusión del identificador que la SHCP le asigne y adiciona el uso del Sistema Integral de Subastas para la presentación de posturas.

13. Banxico. Circular 6/2023 dirigida a Instituciones de Crédito, Casas de Bolsa, Fondos de Inversión, Sociedades Financieras de Objeto Múltiple que tengan vínculos patrimoniales con Instituciones de Banca Múltiple, Almacenes Generales de Depósito, Instituciones de Seguros y la Financiera Nacional de Desarrollo Agropecuario, Rural, Forestal y Pesquero, modificaciones a las Reglas para la realización de operaciones derivadas (Circular 4/2012) DOF (15.06)

Amplía las contrapartes con las cuales los bancos puedan celebrar Operaciones de Derivados de Crédito, contempla que los bancos puedan celebrar Derivados de Incumplimiento Crediticio (Credit Default Swaps) y Derivados de Rendimiento Total (Total Return Swaps) sin apalancamiento, con casas de bolsa, fondos de inversión, sociedades especializadas de fondos para el retiro, instituciones de seguros y demás inversionistas institucionales cuyos regímenes lo permitan.

AVISO LEGAL

El presente documento no constituye una "Recomendación de Inversión" según lo definido en el artículo 3.1 (34) y (35) del Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre abuso de mercado ("MAR"). En particular, el presente documento no constituye un "Informe de Inversiones" ni una "Comunicación Publicitaria" a los efectos del artículo 36 del Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión de 25 de abril de 2016 por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión ("MiFID II").

Los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos u opiniones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA en su sitio web www.bbvarresearch.com.

Este informe ha sido elaborado por:

Economista Jefe

Carlos Serrano Herrera
carlos.serrano@bbva.com

Iván Martínez Urquijo
ivan.martinez.2@bbva.com

Mariana A. Torán Flores
mariana.toran@bbva.com

Gerónimo Ugarte Bedwell
franciscogeronimo.ugarte@bbva.com

Con la colaboración de:

Alfonso Gurza González
alfonso.gurza@bbva.com

Aarón E. Gaytán Nava
Aaronemmanuel.gaytan@bbva.com

INTERESADOS DIRIGIRSE A:

BBVA Research: Paseo de la Reforma 510, Colonia Juárez, C.P. 06600 Ciudad de México, México.
Tel.: +52 55 5621 3434
www.bbvarresearch.com