

# Situación Banca México

Primer semestre 2021



## La solidez de la banca le ha permitido afrontar los impactos de la pandemia

Durante el primer trimestre del 2021 los fundamentales del sistema bancario se mantuvieron sólidos, dado que los efectos adversos de la pandemia se limitaron a una reducción temporal de la rentabilidad que no pone en riesgo el sistema como un todo. Tras un año del inicio de la contingencia sanitaria, el sistema bancario muestra una mayor solvencia, apoyada en una recomposición de su financiamiento hacia fuentes más estables y de menor costo y dado un contexto de lenta recuperación económica que se ha traducido en una menor demanda de crédito.

El incremento en la solvencia del sistema bancario es evidente en un mayor Índice de Capitalización que, en febrero, alcanzó un 18.1%, el nivel más alto del que se tiene registro. Este incremento se puede explicar, tanto por la recapitalización de algunas entidades, como por la reducción en el pago de dividendos y el menor saldo de activos sujetos a riesgo. Este último hecho, se explica principalmente por la menor actividad crediticia y una mayor asignación de recursos a la compra de bonos gubernamentales.

En materia de crédito, la demanda se ha desacelerado y esto ha tenido como consecuencia una reducción nominal de 7.9% a tasa anual en los saldos de crédito al sector privado no financiero en marzo, con lo cual se suman cinco meses consecutivos de caídas nominales. Si bien el entorno de una lenta recuperación económica y del empleo son la principal causa detrás de este comportamiento, los efectos base de comparación y de valuación cambiaria también influyen en estas cifras. A este respecto cabe recordar que, en marzo del 2020, al inicio de la pandemia, se presentó una inusual demanda de líneas de crédito por parte de las empresas y se registró una fuerte depreciación del tipo de cambio.

En lo que respecta a las fuentes de financiamiento de la banca, éstas han experimentado una recomposición hacia instrumentos más estables y de menor costo. De hecho, al cierre del 1T21, la tasa de crecimiento nominal anual de la captación tradicional fue de 2.3%. Este crecimiento positivo ha sido apuntalado por los depósitos a la vista, que han compensado la caída en el saldo de los depósitos a plazo en un entorno de menores tasas de interés. El menor desempleo entre los asalariados con ingresos medios y altos, los programas de apoyo bancario y las remesas, en menor medida, podrían explicar el crecimiento de los depósitos a pesar de la recesión económica.

Este mayor financiamiento de fuentes estables por parte de la banca ha venido de la mano de una reducción de las fuentes de financiamiento externo de la economía. En una tendencia que se ha consolidado a lo largo de los últimos trimestres, la participación del financiamiento externo apenas representó el 0.3% del PIB durante el 4T20, una caída de casi 0.7 pp respecto al cierre de 2019. Uno de los rubros en que más se ha notado la menor disponibilidad de financiamiento externo es la tenencia de bonos gubernamentales de mediano y largo plazo por parte de extranjeros, pues su participación en el total en circulación cayó de 58.0% a 42.0% entre febrero de 2020 y abril de 2021.

En suma, los efectos adversos de la recesión económica sobre el sistema bancario, al momento, se mantienen acotados al terreno de la rentabilidad, mientras que las condiciones de solvencia incluso han mejorado. Hacia delante, el desempeño de la intermediación bancaria dependerá en buena medida del avance de la vacunación y de la reactivación del consumo, que se espera venga de la mano del levantamiento de las restricciones asociadas a la pandemia.

## La solidez de la banca ha permitido enfrentar los riesgos derivados de la pandemia

En febrero de 2021 la banca registró un Índice de Capitalización (ICAP) de 18.1%, alcanzando un máximo histórico. Previo a la crisis del COVID-19 el sector en su conjunto contaba una posición sólida que le permitió sortear los primeros efectos de la crisis, y, aunado a diversas facilidades y recomendaciones regulatorias logró reforzar dicha posición, incrementando su capital neto, moderando su exposición al riesgo y mejorando su liquidez. En particular, para los primeros dos meses del año, el capital neto registró un crecimiento anual promedio de 8.0%, significativamente mayor al promedio de 5.2% observado en el mismo periodo de 2020. Por su parte, los activos en riesgo registraron en el mismo periodo una disminución de -2.6 (vs el crecimiento de 4.9% reportado el primer bimestre de 2020). La principal fuente de esta reducción fue la reducción de los activos en riesgo de crédito. Además de mejorar sus indicadores de solvencia, la banca también mantuvo una adecuada posición de liquidez: en marzo de 2021 el CCL de la banca registró una mediana de 224.9%, mayor a la registrada un año antes, cuando la mediana fue de 208.4%.

A lo largo de 2020, ante un entorno de mayor riesgo y el posible deterioro en las fuentes de ingreso de los acreditados, que podría reflejarse en un incremento en los incumplimientos, las instituciones bancarias empezaron a generar provisiones. Esta dinámica se prologó durante los primeros meses de 2021, y en el primer trimestre del año (1T21) el crecimiento real anual promedio del saldo de las estimaciones preventivas para riesgos crediticios (EPRC) fue de 13.1%, mayor al 7.1% observado en el 1T20. Como resultado, el costo del riesgo (EPRC/cartera total) pasó de 3.5% en marzo de 2020 a 4.0% en marzo de 2021. Este esfuerzo por constituir reservas impactó negativamente las utilidades del sector. En 2020, el resultado neto registró una caída en términos reales de -39.4%. Para el 1T21 esta tendencia empezó a revertirse y el resultado neto acumulado de enero a marzo registro un crecimiento real de 15.0%, el cual es mayor a la contracción de 32.8% observada en el 1T20. El crecimiento observado refleja el efecto base de la fuerte caída registrada en marzo de 2020. En términos reales, el flujo acumulado de utilidades netas en los primeros tres meses del año representa 77% del monto registrado en el 1T19.

En el 1T21, el financiamiento total de la banca comercial (crédito + valores) al resto de los sectores de la economía creció a una tasa real anual promedio (descontando el efecto de la inflación y el tipo de cambio) de 1.0%, menor al 4.2% observado en el 1T20. A esta tasa de crecimiento, el financiamiento al sector público aportó 6.2 puntos porcentuales crecimiento que fue parcialmente compensado por la caída de 5.2 pp en el financiamiento otorgado al sector privado. Por su parte el financiamiento otorgado a otros sectores no residente y a estados y municipios mostraron en promedio un crecimiento nulo respecto al observado en el primer trimestre de 2020. Por tipo de financiamiento destaca el proporcionado a través de valores (28% del total), que en el primer trimestre del año registro una tasa real de 24.6% (vs 11.9 en el 1T20) mientras que el otorgado a través de crédito mostró una caída de -6.6% (menor al 2.2% observado en el mismo periodo de 2020).

## En el 1T21, la tasa de crecimiento real anual del saldo del crédito al sector privado no financiero (SPNF) continuó registrando caídas

En marzo de 2021, el saldo del crédito al SPNF registró una contracción anual nominal de (-)7.9%, en contraparte al dinamismo registrado en el mismo mes de 2020 (cuando dicha tasa fue de 10.4%) y reflejando un efecto base significativo. La tasa de crecimiento nominal de marzo se integró por -2.0 puntos porcentuales (pp) atribuibles al efecto

nominal causado por la apreciación interanual del tipo de cambio y una caída en términos reales de -10.1 pp, así como por 4.2 pp resultado de la inflación interanual, los cuales mitigaron la caída nominal. Con el resultado de marzo se acumulan nueve meses de contracciones reales. Por su parte, la disminución nominal en los saldos se ha dado desde noviembre de 2020.

En 2020, los saldos denominados en moneda extranjera (ME) tuvieron un impacto significativo sobre el crecimiento de los saldos nominales de crédito al SPNF. Durante el año, el efecto valuación del tipo de cambio contribuyó con 34% de la tasa de crecimiento nominal promedio de 4.7%, mientras que, en el primer trimestre de 2021 (1T21), el efecto valuación aportó apenas 3.6% de la tasa nominal promedio de -3.7%. Durante el 1T21, la apreciación interanual del tipo de cambio en el mes de marzo revirtió el efecto nominal positivo de la depreciación interanual durante enero y febrero, reflejando a su vez un efecto base por la relevante depreciación del peso mexicano experimentada en marzo de 2020. El crédito a empresas denominado en moneda extranjera, segmento al que afecta dicho efecto valuación, representa en marzo de 2021 el 21.3% de la cartera a empresas y el 12.1% del total del crédito al SPNF.

Después de controlar por el efecto valuación del tipo de cambio y por la inflación, el crédito al SPNF promedió una contracción real de -7.3% en el 1T21, magnitud que no se había observado desde el 1T02. Destaca que, durante el 1T21, el crédito a la vivienda, aunque en desaceleración, presentó un desempeño real positivo, mitigando la contracción total real (aportando 0.8 pp), mientras que la caída de crédito al consumo y a empresas restaron -3.0 pp y -5.2 pp, respectivamente, al crecimiento de la cartera total.

## **El crédito a empresas acumuló ocho meses de contracción en términos reales en marzo**

En marzo de 2021 el crédito a empresas (57% del saldo de crédito bancario al SPNF) presentó una contracción nominal anual de -12.6%, en contraste con el crecimiento de 13.5% en marzo de 2020 y reflejando en parte el efecto base que representa dicho dinamismo hace un año, cuando las empresas hicieron uso de sus líneas de crédito ante el panorama de incertidumbre al inicio de la crisis sanitaria. Descontando los efectos de la inflación y de la valuación del tipo de cambio, la caída anual real en marzo fue de -13.4%, hilando siete meses de disminución real de los saldos, y constituyendo la primera contracción de doble dígito en dicha cartera desde mayo de 2000.

La caída nominal promedio registrada en el 1T21 fue de -5.4%, constituida por -8.9 pp atribuibles a la contracción real, -0.1 pp al efecto valuación del tipo de cambio y 3.6 pp al efecto de la inflación, que mitigó la disminución en términos nominales. Controlando por efecto inflación y tipo de cambio, la disminución de los saldos reales en el 1T21 por tamaño de empresas fue generalizada, con una contracción en los saldos de empresas grandes de -16.8%, mientras que la cartera de las pymes se contrajo 11.6% y los fideicomisos -3.8%.

Los resultados observados en el primer trimestre del año incluyen el efecto base del uso de líneas de crédito para afrontar las necesidades de liquidez de corto plazo en marzo, pero aún falta el efecto interanual de abril, el cual se verá reflejado en el desempeño de la cartera empresarial del 2T21. La recuperación de los ingresos por ventas de bienes y servicios es condición necesaria, más no suficiente para garantizar un mayor dinamismo de la cartera empresarial.

Los indicadores de opinión empresarial reflejan una mejoría en las expectativas de situación económica futura del país en los diversos sectores, lo cual podría generar una demanda por financiamiento por parte de las empresas al estar

relacionado con un mejor desempeño de la inversión. No obstante, queda aún por ver que dichas expectativas se vean materializadas en un aumento de la misma. Adicionalmente, el mayor dinamismo del comercio exterior podría contribuir a un mayor dinamismo de la cartera empresarial, aunque existen actividades económicas (especialmente, algunos subsectores manufactureros) en donde la acumulación de insumos ante una menor o nula producción durante varios meses en 2020 implica un rezago en la necesidad de financiamiento para la adquisición de los mismos.

Durante 2021, una mejoría en los indicadores sanitarios que reduzca la probabilidad de cierres parciales de actividades y las subsecuentes pérdidas de flujos de ingreso, así como un escenario de certidumbre para los inversionistas son necesarios para consolidar una mayor demanda de financiamiento por parte de las empresas.

## **El crédito al consumo profundizó su caída y en marzo de 2021 registró en términos reales una contracción anual de -13.3%**

En marzo de 2021 la variación anual real del saldo de la cartera de crédito al consumo fue de -13.3% (-9.2% nominal). Con este resultado la cartera acumula doce meses de contracciones anuales reales, y siete meses a doble dígito. En promedio, la variación anual real del crédito al consumo en el 1T21 fue de -13.2%, la mayor contracción promedio trimestral desde el 1T10 (cuando se registró una caída promedio de -17.1%).

En marzo, todos los segmentos del crédito al consumo registraron contracciones. La cartera vigente de las tarjetas de crédito (35.9% del total) tuvo una caída de -15.5% en términos reales, acumulando trece meses de caídas y diez a doble dígito, consecuencia de la caída en el consumo por la restricción de la movilidad y la actividad económica durante varias etapas de la crisis sanitaria, así como por el desempeño del empleo desde el inicio de la pandemia. Aún con indicadores de actividad que apuntan a una recuperación del consumo, el ahorro acumulado, motivos precautorios y un rezago en la adquisición de crédito, podrían explicar la inercia en la recuperación del crédito al consumo. Hasta febrero, el indicador de consumo privado en el mercado interno continuó registrando una variación anual negativa que en febrero ascendió a -7.5%, después de una caída promedio en 2020 de -10.9%.

El saldo vigente de los créditos de nómina (26.3% del total del crédito al consumo), acumula 10 meses de contracción, desde junio de 2020, con lo que, para el 1T21, el segmento registró una variación anual real promedio de -7.0%, en contraste con el 3.4% registrado en el mismo periodo de 2020. Por su parte, la cartera vigente de los créditos personales (16.8% del total) registra ya 33 meses de disminución consecutiva en marzo del 2021, con una contracción real promedio de -23.1% en el 1T21, de mayor magnitud a la reportada el 1T20, de -5.8%. La caída en el ingreso de las familias, particularmente del empleo IMSS se encuentra estrechamente relacionada con el desempeño de los segmentos de créditos de nómina y personales. La recuperación en los indicadores de empleo en un escenario de recuperación económica, es necesaria para que estas carteras, aunque con rezago, vuelvan a exhibir una tendencia de crecimiento.

Por último, el crédito para la adquisición de bienes de consumo duradero (17.3% del total), ha presentado contracciones desde julio de 2020, exhibiendo una tasa anual real de -4.7% en marzo de 2021, con el crédito automotriz cayendo -8.5% y el crédito para la adquisición de bienes muebles presentando un crecimiento de 33.0%. La contracción anual real promedio del segmento fue de -4.2% en el 1T21, en contraste con el crecimiento de 5.6% registrado en el 1T20. En particular, el crédito automotriz (87.2% de esta cartera) se contrajo -7.8% en el 1T21, contra un crecimiento de 4.2% en el 1T20. La mayor cautela para adquirir bienes no esenciales se ha traducido en una contracción en los saldos de dicha cartera. En el caso de bienes muebles, las dinámicas de teletrabajo y

permanencia en casa podrían haber impulsado la adquisición de bienes de consumo duradero, traduciéndose en un aumento de los saldos de crédito para la adquisición de los mismos.

La recuperación en el número de trabajadores formales ante la reapertura de actividades y el avance en la estrategia de vacunación implicaría un mayor número de acreditados potenciales de la cartera de consumo. Si bien hay un rezago entre el repunte de los indicadores de empleo y el saldo del crédito al consumo, este es menor que en otras carteras, por lo que se podría esperar una recuperación ante una mejoría sostenida en los indicadores de empleo. No obstante, la cautela de los hogares ante la incertidumbre sobre el futuro desempeño económico podría limitar la recuperación del consumo y, por ende, de la demanda por este tipo de crédito.

## **A pesar de mantener una variación real anual positiva, el crédito a la vivienda se ha desacelerado**

En marzo de 2021, el crecimiento anual real de los saldos vigentes de crédito a la vivienda fue de 3.7% (8.5% nominal). Durante el 1T21, el crédito a la vivienda presentó un crecimiento real anual promedio de 4.4%, menor al promedio registrado en el mismo periodo de 2020 (6.6%). La pérdida de empleos – en especial, permanentes – que comenzó en abril de 2020 aún no se traduce en un menor financiamiento, debido al rezago con que el empleo formal impacta a esta cartera, aunque la desaceleración ya ha sido continua en lo que va del año.

El desempeño positivo de esta cartera, independientemente de la pérdida de empleos y la falta de un repunte claro en la trayectoria de la actividad económica, podría estar asociado a que los hogares con mayores niveles de ingresos se vieron menos afectados por el desempleo. Adicionalmente, el hecho de que las tasas de interés se mantuvieran en niveles relativamente bajos y de que los bienes raíces pueden considerarse una alternativa de inversión menos riesgosa que otros activos, pudieron haber favorecido a esta cartera en el corto plazo. No obstante, el alza en las tasas de interés de largo plazo implicaría un menor atractivo de la inversión inmobiliaria, contribuyendo a un menor desempeño de la cartera de vivienda. Bajo este escenario, se podría pronunciar la tendencia de desaceleración que se ha venido observando a partir de abril de 2020.

El efecto total de la reducción en el número de acreditados potenciales, así como en el ingreso de los hogares a causa de la pérdida de empleos podría afectar en el mediano plazo a los saldos de crédito a la vivienda, especialmente si no se mantiene el dinamismo del ingreso de los trabajadores de mayores salarios. El ritmo de recuperación del empleo, así como la dinámica del salario real de las familias marcarán la pauta de desempeño de dicha cartera. La recuperación de los indicadores de empleo debe ser lo suficientemente fuerte y temprana para compensar el efecto rezagado de la pérdida de empleos durante la pandemia.

## **El incremento en la morosidad se mantiene en niveles manejables**

Entre marzo y julio de 2020, a través de los Criterios Contables Especiales (CCE) la banca apoyó a sus clientes a través de diferimiento parcial o total del pago de principal o de los intereses de sus créditos hasta por seis meses. Durante la vigencia del programa se logró beneficiar a 8.6 millones de clientes, con créditos por valor de 1.1 billones de pesos, equivalente a 22% del crédito al sector privado. Para inicios de enero de 2021, el 79.0% de los créditos amparados por los CCE logró permanecer vigente, ya sea porque los acreditados retomaron el pago puntual de sus compromisos o porque recibieron el apoyo de una reestructura. Se estima que entre marzo de 2020 y febrero de 2021

las instituciones bancarias reestructuraron alrededor de 1.4 millones de créditos por un valor de 383 mil millones de pesos (mmdp, 8.3% de la cartera del sector), en beneficio de 1.2 millones de clientes<sup>1</sup>. En complemento a estas acciones, las instituciones bancarias a lo largo de 2020 incrementaron sus provisiones para enfrentar los posibles incumplimientos y han mantenido saneada su cartera.

En el 1T21, la cartera vencida del SPNF creció a una tasa real anual de 9.5%, ligeramente menor a la tasa de 9.7% real observada en el 1T20. A este incremento, la cartera vencida de empresas y de consumo aportaron cada una 3.7pp, mientras que la cartera vencida de vivienda contribuyó con 2.1 pp. El incremento observado hasta ahora en la cartera vencida de los distintos segmentos se mantiene por debajo de los incrementos observados en la crisis de 2008-2009 (cuando el incremento real llegó a registrar niveles superiores al 20%). Destaca también que el deterioro respecto a ese evento muestra una distribución distinta: mientras que en la crisis de 2008-2009 la cartera de vencida tuvo una mayor participación en el total (con un máximo de 64% en 2008), en el choque derivado por la pandemia, tanto la cartera de consumo como la de empresa han presentado una proporción similar dentro del total (38%).

El incremento en la cartera vencida, aunado a la desaceleración de la cartera total, se reflejaron en un incremento en el índice de morosidad (IMOR). Así, el IMOR del sector público no financiero pasó de un promedio de 2.3% en el 1T20 a 2.6% en el 1T21. Por carteras, el incremento en el IMOR en el periodo de referencia fue el siguiente: empresas pasó de 1.8% a 2.1% (27.9 puntos base, pb), consumo de 4.4% a 5.4% (95 pb) y vivienda de 3.0% a 3.5% (50.6 pb).

Al inicio de la pandemia las instituciones bancarias, previendo un futuro deterioro de las distintas carteras, empezaron a generar provisiones para hacer frente a los posibles incumplimientos. En diciembre de 2020, el saldo de las estimaciones preventivas para riesgos crediticios alcanzó un máximo histórico de 226 mil millones de pesos (mmdp, pesos constantes de marzo de 2021). Las provisiones acumuladas tanto por calificación de cartera como las adicionales han permitido hacer frente a los quebrantos y mantener un índice de cobertura superior a 100% para el total de la cartera vencida del SPNF.

Por su parte, las quitas y castigos acumulados en los últimos doce meses ascendieron a un total de 155.4 mmdp., aún por debajo del máximo observado en noviembre de 2009, de 176.7 mmdp (en pesos constantes de marzo de 2021). El saneamiento de cartera realizado con estos recursos ha permitido mantener acotado el incremento en los índices de morosidad, y aun considerando este costo, el índice de morosidad ajustado (IMORA) no ha registrado incrementos excesivos y se mantiene por debajo de los niveles registrados en otros choques que afectaron negativamente el cumplimiento de las obligaciones crediticias.

En particular, el IMORA del sector público no financiero pasó de un promedio de 5.3% en el 1T20 a 6.2% en el 1T21. Por carteras, el incremento en el IMORA en el periodo de referencia fue el siguiente: empresas pasó de 2.5% a 3.2% (63.1 pb), consumo de 13.0% a 14.8% (181.7% pb) y vivienda de 3.6% a 4.5% (85.6 pb).

## La captación tradicional continúa impulsada por los depósitos a la vista

Las fuentes de financiamiento de la banca redujeron su costo y se han vuelto más estables tras la pandemia. En marzo de 2021, la captación por ventanilla, la fuente más estable de recursos, incrementó su participación dentro del total de las fuentes de financiamiento al pasar de 64.7% al cierre de 2020 a 65.4%. Como resultado de esta mayor

---

1: Fuente, Asociación de Bancos de México a partir de una consulta a 25 bancos que representan 95% del total de la cartera.

disponibilidad de recursos del público, se redujo la necesidad de financiamiento a través de otras fuentes: la participación del financiamiento de mercado y garantizado disminuyeron su participación entre diciembre de 2020 y marzo del 2021 al pasar de 19.1% a 18.6% en el primer caso y de 16.3% a 16% en el segundo. Este cambio en la composición de las fuentes de recursos, aunada a la reducción de las tasas de interés, disminuyó el costo del fondeo bancario.

En marzo de 2021, la captación tradicional registró un crecimiento nominal de 2.3% anual. Si bien este resultado es significativamente menor que las tasas de doble dígito que se venían observando en el crecimiento anual (11.3% promedio en 2020 y 10.6% promedio de enero y febrero de 2021), la disminución refleja en buena parte un efecto base asociado al fuerte crecimiento registrado en los saldos en marzo de 2020, cuando empezó a observarse una mayor preferencia por liquidez y se registró una importante depreciación que afectó la valuación de los saldos denominados en moneda extranjera.

Una vez descontando el efecto valuación del tipo de cambio y la inflación, la tasa de crecimiento real de la captación tradicional promedió 3.7% en el 1T21, similar al 3.6% reportado el mismo periodo de 2020. Los depósitos a la vista se mantienen como el principal motor del crecimiento real, y aportaron 7.3pp al dinamismo total, dicho dinamismo fue contrarrestado por la desaceleración que han mostrado los depósitos a plazo, la cual restó con 3.6 pp a al crecimiento total. La reducida contribución de los depósitos a plazo al crecimiento de la captación total se explica principalmente por la disminución en las tasas de interés que, aunada a la preferencia por liquidez de los hogares, favorecieron la sustitución del ahorro a plazo por depósitos a la vista.

A tasa mensual, la captación tradicional mostró aún un crecimiento de 0.2% en los primeros tres meses del año, una cuarta parte del 0.8% promedio observado en 2020. A pesar de este menor crecimiento a tasa mensual, los saldos se mantienen en alrededor de 6.4 billones de pesos, por encima del nivel observado antes del inicio de la pandemia.

En adelante, una mayor apreciación del tipo de cambio restará dinamismo al crecimiento nominal, mientras que una mayor inflación podría compensar dicho efecto. A medida que avance la vacunación y se consolide la recuperación del consumo, es de esperarse que hogares y empresas hagan uso de los recursos acumulados y los depósitos registren una dinámica menos vigorosa que la observada en el último año.

## **Depósitos a la vista conservaron su dinamismo en el primer trimestre del año**

En marzo de 2021, los depósitos a la vista (65.2% de la captación tradicional) crecieron a una tasa nominal anual de 11.1%, acumulando 13 meses consecutivos de crecimiento a doble dígito. Al descontar el efecto de la inflación y del tipo de cambio, el crecimiento real de los depósitos a la vista fue de 8.2%, para promediar en los primeros tres meses del año un crecimiento real de 12.1%, significativamente mayor a la tasa real promedio de 5.1% observada en el 1T20. El ciclo de recorte de las tasas de interés disminuyó el costo de oportunidad de mantener recursos en depósitos a la vista, lo cual, aunado a una mayor preferencia por liquidez por motivos precautorios y a las restricciones para consumir derivadas de la pandemia, contribuyó a mantener un alto ritmo de crecimiento en este tipo de depósitos

A excepción del segmento de otros intermediarios financieros (OFIS), que registró una contracción en el 1T21, el resto de los segmentos de la captación a la vista (empresas, personas físicas y sector público no financiero) registraron



tasas de crecimiento real de doble dígito. Así, la contribución al crecimiento real observado de 12.1% se distribuyó de la manera siguiente: personas físicas aportaron 7.6 pp, empresas contribuyeron con 3.8 pp, sector público no financiero 1.4 pp y OFIS -0.8 pp.

En particular, destaca el desempeño de los depósitos a la vista de las personas físicas (46% de la captación total a la vista), que en el 1T21 alcanzaron un crecimiento real de 16.9%, mayor al 10.4% observado en el 1T20. Además de las variables que contribuyeron a detonar el incremento en el total de depósitos, en el caso de las personas físicas también puede atribuirse a la menor pérdida de empleos entre los trabajadores con mayores salarios, la caída en el consumo como consecuencia de la pandemia y en menor medida el importante incremento observado en la recepción de remesas.

## **Entorno de menores tasas contribuye a profundizar la caída de los depósitos a plazo**

En el tercer mes de 2021, los depósitos a plazo registraron una contracción anual nominal de -11.5%, la más baja registrada desde diciembre de 2002. A pesar de que en marzo y abril se registró un repunte con tasas nominales de doble dígito (10.1% y 11.0% respectivamente), dicho dinamismo no fue sostenible debido a varios factores. En primer lugar, la disminución de las tasas de interés hizo menos atractivo el ahorro a plazo. Adicionalmente, la caída en la actividad económica y el choque en las fuentes de ingreso favoreció que algunos agentes hicieran uso del ahorro acumulado.

Descontando el efecto de la inflación y el tipo de cambio, la caída promedio en términos reales del ahorro a plazo en el primer trimestre del año fue de -9.0, por debajo del crecimiento real de 1.4% observado en el mismo periodo de 2020. A excepción de los depósitos a plazo de las empresas, todos los tenedores de este tipo de instrumentos de ahorro reportaron una contracción en sus saldos respecto al 1T20. En el caso de las empresas, la tasa de crecimiento de sus saldos a plazo se aceleró a partir de abril de 2020, alcanzando tasas de crecimiento que superaron el 20.0% el resto del año y que, aunque redujeron su dinamismo en el 1T20, lograron mantenerse en niveles de doble dígito (12.2% promedio real en los primeros tres meses del año).

La principal fuente los resultados observados en el segmento empresarial se encuentra en el crecimiento atípico registrado en los saldos en marzo y abril de 2020, que podría estar asociado a la disposición extraordinaria que las empresas hicieron de sus líneas de crédito, conservando parte de los recursos obtenidos en este tipo de depósitos para ir administrando su futuro uso. Lo anterior, puede corroborarse a través de las variaciones reales mensuales, que, a partir de junio de 2020 empezaron a mostrar caídas (de 1% en promedio entre junio y diciembre de 2020 y de 2% promedio en el 1T20). Esta paulatina disminución en los saldos aún no ha sido suficiente para compensar el efecto base del choque inicial, por lo que, en la comparación anual, aún siguen registrándose altas tasas de crecimiento.

En adelante, es de esperarse que un entorno de bajas tasas de interés y mayor inflación reduzca el atractivo relativo de los instrumentos de ahorro a plazo. Adicionalmente, una lenta recuperación de las fuentes de ingreso de los agentes dará un margen limitado para destinar recursos a este tipo de ahorro, por lo que, anticipa un bajo ritmo de crecimiento para los depósitos a plazo.

## Los fondos de inversión de deuda reducen su dinamismo

El crecimiento de la captación a través de acciones de fondos de inversión de deuda (FIDs) en marzo de 2021 fue de 2.0% anual nominal (-2.4% real), manteniendo un bajo ritmo de crecimiento nominal y sumando ocho meses de contracción en términos reales. En promedio, la caída en términos reales en el 1T21 fue de 2.5%, significativamente por debajo del crecimiento de 6.1% observado en el 1T20. La pérdida de dinamismo en estos instrumentos de inversión financiera es consistente con la mayor aversión al riesgo y mayor preferencia por liquidez. Adicionalmente, el final del ciclo de recortes de la tasa de política monetaria reduce las expectativas de ganancias para este tipo de instrumentos en el corto plazo.

Respecto a la composición por instrumentos de los FIDs destaca la reducción en la tenencia de títulos bancarios, que a partir de mayo de 2020 registraron caídas en término reales que han ido incrementándose hasta promediar -27.5% en el primer trimestre del año, tendencia que redujo la participación de estos instrumentos en la cartera total de 23.0% en el 1T20 a 17% en el 1T21. De igual forma, los valores privados (3.0% del total) registraron contracciones a tasa real anual desde marzo, aunque su caída ha sido de menor magnitud, lo que ha permitido conservar relativamente estable su participación en la cartera. Por el contrario, la tenencia de valores gubernamentales ha ido perdiendo impulso, al pasar de un crecimiento real promedio de 7.6% en el primer trimestre de 2020 a 6.0% en el mismo periodo de 2021. El crecimiento sostenido observado en el último año se reflejó en un aumento en la participación de la tenencia de valores gubernamentales dentro de la cartera total, que pasó de 74% a 80% en el periodo de referencia.

## El ahorro financiero de no residentes mantiene su reducción

Los activos financieros internos netos (AFN) comprenden todos aquellos instrumentos financieros domésticos, distintos al efectivo, a los que se canaliza los recursos de residentes como de no residentes. Estos incluyen: instrumentos monetarios (depósitos de exigibilidad inmediata, captación a plazo, acciones de los FIDs, acreedores por reporto y valores públicos del gobierno federal, IPAB y Banxico), así como no monetarios (menos líquidos) como los fondos de ahorro para la vivienda y el retiro (ahorro obligatorio), otros valores públicos y pasivos bancarios, además de títulos de renta variable e instrumentos híbridos.

En su conjunto, los AFN registraron un crecimiento nominal anual de 14.0% (8.9% real), la tasa más alta observada desde febrero de 2015, cuando se alcanzó un incremento a tasa anual nominal de 10.2%. Con este resultado, para el 1T21 la tasa de crecimiento real promedio fue de 5.5%, significativamente mayor al 0.8% observado en el mismo periodo de 2020. Este dinamismo tuvo lugar al mismo tiempo que una recomposición a favor de fuentes de financiamiento internas. De hecho, la participación del ahorro de residentes dentro de los AFN totales pasó de 79.0% en el primer trimestre de 2020 a 81.0% en el mismo periodo de 2021. La principal fuente del dinamismo observado en el primer trimestre del año fue el ahorro de los residentes, que aportó 6.2pp al crecimiento total, contribución que se vio parcialmente compensada por la caída de 0.7 pp registrada en el ahorro de no residentes.

Dentro de este agregado, destaca el incremento del ahorro obligatorio de los residentes (que incluye a los fondos de ahorro para la vivienda y para el retiro) que en el 1T21 registraron un crecimiento real promedio de 11.9% (vs 9.7 en el 1T20). En este caso, las Siefores mantuvieron plusvalías sustentadas en el desempeño de los mercados accionarios, si bien estos se vieron reducidos por la reciente alza de las tasas de interés de largo plazo, que afectaron la valuación de las inversiones en deuda gubernamental. En el caso del ahorro voluntario, en el primer trimestre del año reportó un

crecimiento promedio de 6.1% impulsado principalmente por la captación total, y aunque con menor aportación al dinamismo del segmento, resalta la recuperación en la tenencia de valores públicos y renta variable.

El contexto de aversión al riesgo en los mercados financieros tras la pandemia, la ausencia de activos directamente ligados al repunte del sector tecnología y la volatilidad cambiaria, entre otros, han influido en la reducción de las fuentes de financiamiento externo de la economía del país. En particular, este tipo de ahorro registró una contracción real promedio de 3.2% en el 1T21 (vs -4.8% en el 1T20). Si bien, la caída en el saldo nominal de AFN de no residentes se ha moderado, las contracciones a doble dígito registradas en ocho de los doce meses de 2020 (entre marzo y octubre) fueron suficientes para modificar su distribución, como puede observarse en la reducción de la participación en el total, la cual pasó de 21% en el 1T20 a 19% en el 1T21.

La inversión de los no residentes en activos financieros domésticos se ha reducido particularmente en bonos gubernamentales. Durante el primer trimestre del 2021 se mantuvo la diferenciación negativa en la tenencia de bonos gubernamentales de México respecto otros mercados emergentes, incluyendo los de Latinoamérica. De hecho, la participación de los no residentes en el monto en circulación total de bonos gubernamentales de mediano y largo plazos (bonos M) cayó de 58.0% a 42.0% entre febrero de 2020 y abril de 2021, aun en un contexto de elevada liquidez y expectativas de tasas de interés bajas por un tiempo prolongado. Cabe señalar que a diferencia de la Gran Crisis Financiera de 2008-2009, luego de un año de iniciada la pandemia el apetito de los no residentes por bonos M continúa reduciéndose.

El incremento del financiamiento al sector público a través de valores por parte de la banca ayudó a compensar parte del menor apetito de los no residentes por bonos M e influyó en un movimiento ordenado de las tasas de interés de largo plazo. Entre febrero de 2020 y marzo de 2021 la tenencia de bonos M del sector bancario como porcentaje del total en circulación pasó de alrededor de 8.0 a 16.0%. No obstante, la tendencia al alza en las tasas de interés de largo plazo podría modificar esta tendencia en los próximos meses, dada la reducción en el valor de mercado que pudieran experimentar estas posiciones.

En el caso de la tenencia de no residentes de instrumentos de renta variable, destaca su recuperación, con un crecimiento real de 6.9% en el 1T21, que revierte la tendencia negativa que predominó en los últimos dos años. Este comportamiento puede asociarse con la mayor demanda de activos ligados a la recuperación cíclica de la economía, particularmente en EE.UU., ante el avance de la vacunación y la reapertura de las actividades productivas.

Ante el menor financiamiento externo y el cambio en apetito de riesgo de los no residentes por activos domésticos, el sector público ha empleado en mayor medida el financiamiento interno. De acuerdo con cifras de Banco de México, del flujo total de financiamiento durante el cuarto trimestre de 2020, alrededor de 9.0% del PIB, el sector público hizo uso de 4.0 puntos del PIB, un nivel por encima de los 2.3 puntos del PIB que registró en 2019. En adelante, un mayor flujo de recursos destinados a financiar al sector público, ante una restricción en el ahorro disponible, podría desplazar el financiamiento dirigido hacia el sector privado.

## **La emisión de deuda corporativa en México se redujo influida por la pandemia**

El incremento en la liquidez a nivel global como consecuencia de las medidas no convencionales de política monetaria adoptadas por los principales bancos centrales del mundo, se ha reflejado en un relevante relajamiento de las condiciones financieras. Un componente relevante de estas condiciones más relajadas es la caída de los costos de

emisión de deuda corporativa, la cual ha generado incentivos para que el endeudamiento registre un avance inusual en tiempos de debilidad económica.

Una clara muestra del comportamiento descrito es la reducción de la sobretasa que pagan las emisiones de deuda corporativa, tanto en EE.UU. como en países emergentes (EM) y considerando emisiones con grado de inversión y sin él (*high yield*). Con datos a mayo de 2021, los *spreads* de la deuda corporativa con grado de inversión en EUA<sup>2</sup> se sitúan en sus niveles más bajos de los últimos tres años (0.93%) luego de situarse en niveles cercanos a 4.0% en marzo de 2020. Una tendencia similar se observa en los bonos *high yield*, cuya sobretasa en mayo (3.36%) se ubica incluso por debajo del 3.56% registrado antes de la pandemia y muy por debajo del 10.6% que se registró en marzo de 2020. Para las emisiones de EM las tendencias son similares, aunque en niveles superiores y más volátiles, aunque en estos instrumentos las sobretasas se encuentran ligeramente por encima de lo registrado previo a la pandemia.

Ante la reducción de los costos, la cantidad emitida se incrementó significativamente. De acuerdo con el Banco Internacional de Pagos (BIS) entre el 2T20 y el 1T21, la emisión trimestral de deuda corporativa con grado de inversión en países desarrollados fue 50% mayor en promedio en comparación con el promedio trimestral en la última década (de 2010 a 2019). Por su parte, la emisión trimestral de deuda *high yield* entre el 2T20 y el 1T21, fue 90.0% mayor a la emisión promedio trimestral de la última década. De hecho, para el 1T21, la emisión de deuda *high yield* alcanzó los 184.6 mil mdd, en contraste con el promedio de 87.2 mil mdd en los primeros trimestres de 2010 a 2019.

En el caso de México, el monto emitido de deuda corporativa no bancaria en 2020 no logró superar lo emitido en 2019, mientras que las sobretasas mostraron una ligera tendencia al alza. Este comportamiento estuvo influido por la baja cantidad de emisores en el mercado y el incremento en el riesgo tras la pandemia. Es relevante recordar que, ante la volatilidad de los mercados financieros en marzo y abril de 2020, los corporativos hicieron uso de sus líneas de crédito bancarias, lo que pudo reducir su necesidad de recurrir al financiamiento de mercado a lo largo del año pasado.

Adicionalmente, se observó un cambio en la composición de las emisiones por sectores que podría estar vinculada a la modificación de los patrones de consumo a partir del inicio de la pandemia y las consecuentes restricciones al consumo. En específico, se puede observar una reducción de la emisión de sectores como el industrial, de transportes o de bienes de consumo no básico (electrodomésticos, aparatos electrónicos, autopartes) en favor de emisiones del sector de bienes de consumo frecuente (alimentos y bebidas).

## **Ampliación de medidas regulatorias asociadas a la pandemia y bancarización de migrantes**

A lo largo de los primeros meses de 2021 la actividad regulatoria estuvo centrada en la extensión de las medidas relacionadas con la pandemia emitidas durante 2020, así como con la atención de las necesidades de las comunidades migrantes mexicanas en el extranjero y de sus familiares en el país.

Así, fue extendida la vigencia de múltiples reglas emitidas por Banco de México (Banxico) para propiciar un más ordenado comportamiento de los mercados y proveer mayor liquidez al sistema financiero, al considerarse oportuno

2: *Option Adjusted Spread* con respecto a la curva de bonos del Tesoro.

dado el panorama de riesgos de la economía, si bien se reconoce la estabilidad mostrada hasta ahora. Las disposiciones cuya vigencia fue ampliada se relacionan con los financiamientos otorgado por Banxico para cubrir necesidades de liquidez adicionales ordinarias, operaciones de préstamo de valores con Banxico para mejorar la liquidez, operaciones de reporto de valores gubernamentales con Banxico para cubrir necesidades de liquidez, operaciones de reporto de títulos corporativos con Banxico para cubrir necesidades de liquidez, la provisión de recursos a la banca para canalizar crédito a las Mipymes y personas físicas, los financiamientos de Banxico Garantizados con activos crediticios calificados de la banca, para su canalización a Mipymes y por último la extensión de vigencia de las excepciones a las reglas conjuntas de liquidez de la CNBV y Banxico.

Por otra parte, fue motivo de discusión la propuesta para que Banco de México estuviera obligado a recibir dólares en efectivo de la banca. Los promotores del proyecto señalaban que este beneficiaría a los receptores de remesas en efectivo, pero generó gran preocupación por los riesgos legales y reputacionales que podría acarrear al banco central, así como importantes cuestionamientos sobre su necesidad, dado que prácticamente el 99% de las remesas llegan al país electrónicamente.

La propuesta fue eventualmente retirada, pero la intensa discusión pública que suscitó permitió identificar genuinas oportunidades de mejora de la atención de las necesidades financieras de las comunidades migrantes y de sus familiares en México. Así, el 8 de febrero se llevó a cabo el anuncio por parte de las autoridades financieras y la ABM, de una serie de medidas dirigidas a dicho colectivo, entre las que destacan el lanzamiento de una estrategia de bancarización, la apertura remota de cuentas valiéndose de la matrícula consular, tipos de cambio preferenciales, entre otros.

A la fecha, se han publicado ya varias disposiciones en este sentido:

- La circular Banxico 2/201, que establece la creación de una cuenta de depósito a la vista en moneda nacional para personas físicas mexicanas residentes en el exterior, cuya apertura podrá realizarse con la matrícula consular o el pasaporte emitido en el exterior y que deberá ofrecer un tipo de cambio preferencial a sus titulares; el mismo ordenamiento hace posible la emisión de tarjetas prepagadas bancarias en moneda nacional que podrán ser adquiridas por personas físicas extranjeras que se internen al país y contarán con un límite de saldo de hasta 1,500 UDIs.
- La circular Banxico 3/2021, que establece para aquellos bancos que no puedan remitir sus dólares al exterior, un financiamiento contingente garantizado con el producto de la venta de dichas divisas o de valores gubernamentales. Habrá que ver el desarrollo de esta facilidad, que puede resultar atractiva para las instituciones que se ubiquen en sus supuestos, pero que no resuelve la problemática de fondo de dichas instituciones y la banca corresponsal en los EEUU.
- Circular Banxico 4/2021, que regula la enajenación por parte de las dependencias de la APF de divisas incautadas o decomisadas, previendo al efecto la notificación a Banxico de las operaciones que realicen, así como, en su caso, de la negativa de instituciones financieras a recibir dichos depósitos.
- SHCP: ajustes a las reglas de lavado de dinero (Art. 115 de la LIC) en donde se establece la posibilidad de que clientes personas morales puedan llevar a cabo depósitos de dólares en efectivo en instituciones de crédito cuando se ubiquen en localidades con altos niveles de remesas (sumándose así a las localidades ubicadas en la franja fronteriza, los estados de Baja California y Baja California Sur y en zonas turísticas).

Es de destacar la celeridad de la respuesta regulatoria, particularmente por lo que toca a las cuentas para migrantes y su apertura remota. Sin embargo, consideramos que la solución de fondo es que estos esfuerzos se acompañen de un renovado impulso a la educación e inclusión financieras, así como del aprovechamiento de las nuevas tecnologías para la prestación de servicios financieros competitivos. En este sentido, si bien puede ser oportuno apoyar la recepción de dólares en efectivo en comunidades con un alta recepción de remesas, el objetivo final de política regulatoria debería ser que la totalidad de las remesas sean enviadas electrónicamente<sup>3</sup>, al ser esta ruta más segura y conveniente.

---

3: Hoy cerca de 99% de las remesas son enviadas electrónicamente.

**ANEXO 1: PRINCIPALES REFORMAS AL MARCO NORMATIVO APLICABLE A LA BANCA MÚLTIPLE 1S21**

Publicación	Resumen	DOF
1. <b>Banxico.</b> Circular 1/2021, dirigida a las Instituciones de Banca Múltiple y Banca de Desarrollo, relativa a la extensión de la vigencia de las facilidades para promover el comportamiento ordenado de los mercados financieros, fortalecer los canales de otorgamiento de crédito y proveer liquidez para el sano desarrollo del sistema financiero	<p>Se extiende la vigencia de múltiples disposiciones relacionadas con la respuesta a la contingencia sanitaria de Covid-19:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Reglas aplicables al ejercicio del financiamiento otorgado por el Banco de México para cubrir necesidades de liquidez adicionales ordinarias (Circular 15/2020);</li> <li>■ Reglas aplicables a operaciones de préstamo de valores con el Banco de México para mejorar la liquidez (Circular 16/2020);</li> <li>■ Reglas aplicables a operaciones de reporto de valores gubernamentales con el Banco de México para cubrir necesidades de liquidez (Circular 17/2020);</li> <li>■ Reglas aplicables a las operaciones de reporto de títulos corporativos con el Banco de México para cubrir necesidades de liquidez (Circular 18/2020);</li> <li>■ Reglas aplicables a la provisión de recursos a las Instituciones de Crédito para canalizar crédito a las micro, pequeñas y medianas empresas, así como a las personas físicas (Circular 20/2020); y</li> <li>■ Reglas aplicables a los financiamientos del Banco de México Garantizados con activos crediticios calificados de la banca, para su canalización a las micro, pequeñas y medianas empresas (Circular 25/2020).</li> </ul>	<a href="#">26/02/2021</a>
2. <b>Reglas conjuntas Banco de México - CNBV.</b> Requerimientos de liquidez para las instituciones de banca múltiple	Amplía hasta el 01.09.21 las excepciones a las Reglas conjuntas de liquidez, emitidas el 14.04.20, previendo 6 meses adicionales para su eliminación gradual: i) permite mantener en Nivel IIA o IIB activos que hasta el 28.02 hubieran sido elegibles, aún y cuando hayan dejado de serlo; ii) relaja la determinación de los escenarios de liquidez iii) excepción a acciones correctivas cuando el Coeficiente de Cobertura de Liquidez (CCL) se ubique debajo de 100%; y iv) se define que no constituirá incumplimiento a las reglas (merecedor de sanciones de la LIC) el ubicarse en los escenarios III, IV o V.	<a href="#">Banxico</a> <a href="#">26/02/2021</a>
3.. <b>SHCP.</b> Resolución que reforma las disposiciones de carácter general a que se refiere el artículo 115 de la Ley de Instituciones de Crédito	Incorpora como excepción a la prohibición para la recepción de USD en efectivo, el que se trate de clientes personas morales que se encuentren en municipios o alcaldías en donde se determine que los montos de remesas per cápita sean elevados en comparación con los de los otros municipios o alcaldías y donde los montos en valor absoluto de dichas remesas sean relevantes con respecto al total de remesas que recibe el país. La SHCP dará a conocer la lista de municipios y alcaldías de que se trate.	<a href="#">07/05/2021</a>
4. <b>Banxico.</b> Circular 2/2021, relativa a las modificaciones a la Circular 3/2012	Modifica el marco regulatorio para los depósitos a la vista incorporando una cuenta para personas físicas mexicanas residentes en el exterior, de niveles 2, 3 o 4, la cual podrá ser abierta con la matrícula consular o pasaporte emitido en el exterior y estará denominada en moneda nacional. Asimismo, se introducen las tarjetas prepagadas bancarias denominadas en m.n. contra la recepción de divisas en efectivo o con cargo a tarjeta emitida por una entidad financiera del exterior (oferta, uso y características), las cuales sólo podrán ser adquiridas por personas físicas extranjeras.	<a href="#">12/05/2021</a>

**ANEXO 1: PRINCIPALES REFORMAS AL MARCO NORMATIVO APLICABLE A LA BANCA MÚLTIPLE 1S21**

Publicación	Resumen	DOF
<p>5. <b>Banxico</b>. Circular 4/2021, dirigida a las Dependencias y Entidades de la Administración Pública Federal que no tengan el carácter de Intermediarios Financieros, relativa al mantenimiento de divisas y operaciones con estas de las dependencias y entidades de la Administración Pública Federal que no tengan el carácter de Intermediarios Financieros</p>	<p>Se ajustan diversas reglas para establecer que tratándose de divisas objeto de aseguramientos o sujetas a extinción de dominio, la dependencia o entidad de la Administración Pública Federal podrá enajenarlas a instituciones financieras, una vez que definitivamente causen abandono a favor del Gobierno Federal, sean objeto de decomiso o de extinción de dominio mediante sentencia que cause ejecutoria. La regla prevé que las dependencias informen al Banco de México sobre la realización de cada una de las operaciones de enajenación de divisas, así como en su caso, de la negativa de las instituciones financieras para llevarlas a cabo.</p>	<p><a href="#">12/05/2021</a></p>
<p>6. <b>Banxico</b>. Circular 3/2021 dirigida a las Instituciones de Banca Múltiple, relativa a las Reglas aplicables a los financiamientos contingentes del Banco de México garantizados con dólares de los Estados Unidos de América o valores gubernamentales</p>	<p>Establece un financiamiento contingente para instituciones de crédito que adquieran dólares en efectivo como parte de sus operaciones ordinarias y que no tengan la posibilidad de remitirlos al exterior, garantizado con el producto de la venta de dichas divisas o de valores gubernamentales (fideicomiso en garantía, prenda bursátil y garantía prendaria), a un plazo de 90 días naturales, renovables hasta por 360 días naturales. Asimismo, los bancos deberán entregar una declaración de cumplimiento en materia de PLD, así como no haber recibido sanción firme en la materia en los últimos 3 años. En caso de que se detecten infracciones estructurales o relevantes existirá un vencimiento anticipado.</p>	<p><a href="#">14/05/2021</a></p>

Fuente: BBVA Research



## 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"**

## Este informe ha sido elaborado por:

**Economista Jefe**

Carlos Serrano

carlos.serrano@bbva.com

Iván Martínez

ivan.martinez.2@bbva.com

Mariana Torán

mariana.toran@bbva.com

Gerónimo Ugarte

franciscogeronimo.ugarte@bbva.com

## Con la colaboración de:

Alfonso Gurza

alfonso.gurza@bbva.com

Luis A. Espinosa

luisantonio.espinosa.carrasco@bbva.com

### INTERESADOS DIRIGIRSE A:

BBVA Research – BBVA: Paseo de la Reforma 510, Colonia Juárez, C.P. 06600 Ciudad de México, México  
bbvaresearch@bbva.com www.bbvaresearch.com

